

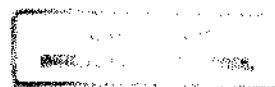
UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

ESTABILIZAÇÃO E POLÍTICA ECONÔMICA:
A EXPERIÊNCIA DO PLANO REAL

Ana Paula Ramos

Dissertação apresentada ao Instituto
de Economia da Universidade
Estadual de Campinas para a
obtenção do título de Mestre em
Economia, sob a orientação da Prof^a
Dr^a Monica Baer.

Campinas, novembro de 1998



Este exemplar corresponde
ao original da dissertação
de Ana Paula Ramos em 20/11/98
e orientada pelo Prof. Dr. Monica
Baer. CPGE/IE, 20/11/98.
Monica Baer

9908592

UNIDADE	BC
N.º CHAMADA:	2100000
V.	Ex
37246	
229/99	
0	<input checked="" type="checkbox"/>
R\$ 11,00	
DATA	08/04/99
N.º DPU	

CM-00122052-5

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELO
CENTRO DE DOCUMENTAÇÃO DO INSTITUTO DE ECONOMIA**

R147e Ramos, Ana Paula
Estabilização e política econômica : a experiência do plano real / Ana Paula Ramos. – Campinas, SP : [s.n.], 1998.

Orientador : Monica Baer
Dissertação (Mestrado) - Universidade Estadual de Campinas.
Instituto de Economia.

1. Brasil - Política econômica - 1980-. 2. Estabilização econômica - Brasil. 3. Plano real. I. Baer, Monica. II. Universidade Estadual de Campinas. Instituto de Economia. III. Título.

Para Robson

AGRADECIMENTOS

Esta dissertação é resultado de um esforço de compreensão das transformações vividas pela economia brasileira nos últimos, que em muito deveu-se a minha passagem pelo IE/Unicamp. Gostaria de agradecer a todos os professores do Instituto pela colaboração direta ou indireta no processo de aprendizado e consolidação das idéias que resultou na realização deste trabalho. Agradeço também aos colegas e funcionários do IE pelo convívio e pelos bons momentos.

Particularmente, agradeço a Monica Baer por sua orientação sempre enriquecedora e, acima de tudo, por seu apoio e estímulo, que contribuíram para atenuar minha exacerbada autocritica. Não poderia ter tido melhor orientador.

Os professores Júlio Almeida e Alejandra Madi também contribuíram significativamente para o resultado final deste trabalho com os importantes comentários e sugestões feitos em meu exame de qualificação.

À Capes agradeço o financiamento recebido durante dois anos, sem o qual esta etapa de minha formação acadêmica seria inviabilizada.

À minha família e amigos devo o carinho essencial para enfrentar os desafios do dia-a-dia. E ao Robson agradeço o amor, o companheirismo e o otimismo que me fizeram acreditar que sempre se pode superar obstáculos.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO I - INFLAÇÃO, ESTABILIZAÇÃO E TEORIA PÓS-KEYNESIANA	3
I.1 A Formação de Expectativas e o Processo Inflacionário	3
I.2 Uma Caracterização dos Processos Inflacionários	7
I.3 A Institucionalidade dos Regimes Monetários.....	15
I.4 Formação de Preços em um Arcabouço Pós-Keynesiano	19
I.5 O Regime Cambial e as Condições de Financiamento	24
I.6 Estabilização e Teoria Pós-keynesiana	34
 CAPÍTULO II - ANTECEDENTES DO PLANO REAL	45
II.1 A Dinâmica do Processo Inflacionário Brasileiro	46
II.2 Uma Breve Apreciação dos Planos Cruzado e Collor	51
II.3 Lições das Principais Experiências de Estabilização dos anos 80 e Início dos 90	70
II.4 O Retorno do Brasil ao Fluxos Internacionais de Capital e a Viabilização da Âncora Cambial.....	74
 CAPÍTULO III - O PLANO REAL E SEUS PRINCIPAIS RESULTADOS.....	81
III.1 A fase de Preparação para a Reforma Monetária.....	81
III.2 A Condução da Política Fiscal do Plano: a criação do fundo social de emergência e a postergação do ajuste fiscal	84
III.3 A Política Monetária do Real : metas quantitativas <i>versus</i> política de taxas de juros.....	90
III.4 As Política Cambial e de Comércio Exterior do Plano Real.....	97
III.5 Um Balanço dos Principais Resultados do Plano Real: os anos de 1995 a 1997.....	107
 NOTAS CONCLUSIVAS.....	114
 BIBLIOGRAFIA	120

"What are the sources of a government's financial difficulties? It may be living in current expenditure beyond its means in current income. This extravagance is never beyond cure by firmness and economy, though the State may be forced to confine its functions, beneficent or grandiose, more narrowly than its ambitions demand. But financial difficulties may also beset a State because its contractual liabilities, fixed in terms of money, have reached an intolerable proportion of the national income. This is a question of distribution of the national burdens between different classes rather than of aggregate State expenditure in relation to aggregate national wealth; but nevertheless, if the fixed charges of the national debt bear too high a proportion to the national income, it may offer a problem insoluble by orthodox methods. The active working elements in no community, ancient or modern, will consent to hand over to the rentier or bond-holding class more than a certain proportion of the fruits of their work."

John Maynard Keynes, Activities 1992-1932.

INTRODUÇÃO

O objetivo central do presente trabalho é apresentar, através de um arcabouço teórico pós-keynesiano, uma análise dos principais resultados e limitações do Plano Real no período compreendido entre julho de 1994 e dezembro de 1997.

Nossa análise parte do suposto de que o atual programa de estabilização logrou obter sucesso no que concerne ao seu principal objetivo de curto prazo, qual seja, a quebra do regime de alta inflação e a manutenção da alta do nível de preços em patamares bastante baixos. Contudo, pretendemos demonstrar que, a despeito de as taxas de inflação terem mantido uma trajetória de contínua redução, tais avanços, por si só, não garantiram a transição para a um ambiente de estabilidade de longo prazo, caracterizado pela resolução dos desajustes fiscal e financeiro do setor público e pela retomada do crescimento sustentado.

Procuramos mostrar ainda que o avanço em direção à consolidação da estabilidade tem sido dificultado pelas contradições presentes no *mix* de políticas econômicas adotado, com especial destaque para as políticas monetária e cambial, as quais levaram a uma crescente fragilização das contas externas e fiscais, introduzindo uma ameaça potencial de descontinuidade do processo de estabilização.

Com o intuito de expor nosso argumento, este trabalho foi estruturado em três capítulos. No Capítulo I, procuramos delimitar um marco teórico de orientação pós-keynesiana capaz de fornecer subsídios tanto para a compreensão da dinâmica do processo inflacionário vivido pela economia brasileira nos anos 80 e 90, quanto para a análise da coerência dos principais instrumentos de política econômica utilizados nas experiências concretas de estabilização deste período, com ênfase no caso do Plano Real. O capítulo busca, ainda, reunir elementos teóricos que nos permitam inferir sobre as condições necessárias para a sustentação da estabilidade macroeconômica no longo prazo.

No Capítulo II, discutimos brevemente a constituição e a dinâmica do regime de alta inflação vivido pela economia brasileira a partir da década de 80, assim como as principais tentativas de estabilização implementadas a partir deste período. Através da análise da gestão da política anti-inflacionária dos Planos Cruzado e Collor, pretendemos demonstrar que a formulação e a condução do Plano Real beneficiou-se de um processo de aprendizado a partir da avaliação dos determinantes do fracasso dessas experiências.

O capítulo enfoca, ainda, as principais alterações ocorridas no cenário financeiro internacional, desde o início dos anos 90, e seus principais impactos sobre as condições de financiamento externo da economia brasileira. É dada especial ênfase ao papel desempenhado pelos fluxos de capital externo na viabilização dos processos de abertura comercial e de estabilização da taxa de câmbio, elementos fundamentais na determinação do sucesso de curto prazo do Plano Real.

O terceiro capítulo tem por objetivo delimitar e descrever os principais instrumentos de política econômica utilizados no programa de estabilização do Real, assim como os principais resultados obtidos no período compreendido entre julho de 1994 e dezembro de 1997. Através do arcabouço analítico desenvolvido no Capítulo I, procuramos avaliar tanto os determinantes do sucesso de curto prazo do programa de estabilização no que concerne ao combate à inflação, quanto suas principais limitações. A ênfase recairá sobre a não superação dos obstáculos para a transição do chamado período de desinflação para uma fase de consolidação da estabilidade macroeconômica com retomada do desenvolvimento.

Uma nota conclusiva encerra do trabalho.

CAPÍTULO I

INFLAÇÃO, ESTABILIZAÇÃO E TEORIA PÓS-KEYNESIANA

O objetivo deste primeiro capítulo é delimitar, dentro de um arcabouço teórico pós-keynesiano, elementos que sirvam de subsídio à discussão dos determinantes de um processo inflacionário crônico, assim como dos principais instrumentos de um programa de estabilização exitoso.

Nossa preocupação central é a de compor um referencial teórico adequado para a análise do regime inflacionário vivido pela economia brasileira ao longo de toda a década de 80 e início dos 90. Paralelamente, o capítulo visa identificar conceitos que nos auxiliem a responder questões tanto sobre a pertinência dos instrumentos de política econômica utilizados no programa de estabilização do Real quanto questões relativas aos fatores explicativos do sucesso imediato do plano. Adicionalmente, o desenvolvimento desse arcabouço teórico nos habilitará a apontar as deficiências do programa de estabilização, assim como as condições para a sustentação da estabilidade macroeconômica no longo prazo.

I.1 A Formação de Expectativas e o Processo Inflacionário

Uma das características distintivas do pensamento pós-keynesiano é a negação da dicotomia entre variáveis reais e monetárias, postulada pelas diversas elaborações do pensamento ortodoxo. Segundo estas formulações, as relações econômicas fundamentais podem ser derivadas teoricamente prescindindo-se da utilização de qualquer conceito de moeda, em um universo de trocas puras. Nesse contexto, a moeda é introduzida como um elemento facilitador das trocas, sendo incapaz de alterar o funcionamento do sistema econômico ou as trajetórias de equilíbrio tendencial das variáveis reais.

Mais recentemente, algumas vertentes da ortodoxia têm admitido que variáveis monetárias possam afetar o comportamento de variáveis reais como os níveis de emprego e produto, desviando-as transitoriamente de suas trajetórias de equilíbrio de longo prazo. No entanto, em suas versões mais elaboradas, as quais fazem uso da hipótese de expectativas racionais, tais formulações restringem esse padrão de interação a movimentos de curto prazo, causados fundamentalmente pela presença de informação imperfeita ou por rigidezes de naturezas diversas. Os desvios em relação ao equilíbrio tendencial seriam causados por falhas momentâneas nos canais de informação ou no ajuste de preços ou ainda devido a mudanças nos fundamentos do sistema econômico - preferências ou tecnologia, por exemplo - as quais não são incorporadas de imediato pelos agentes. Porém, mesmo diante de tais alterações, postula-se a possibilidade de restabelecimento da certeza (probabilística) sobre o comportamento das variáveis econômicas, a qual força a convergência para o equilíbrio a longo prazo¹.

Contrariamente a diversas outras elaborações do pensamento econômico, o enfoque pós-keynesiano enfatiza que o funcionamento normal do sistema econômico se dá através de uma contínua interação recíproca entre variáveis monetárias e reais. Tal interação ocorre através de um mecanismo de formação de expectativas sensivelmente mais instável do que aquele sob a hipótese de expectativas racionais, haja vista que o processo de formação de expectativas dos agentes econômicos é considerado essencialmente não ergódico. Em outras palavras, no âmbito do pensamento pós-keynesiano, o conjunto de informações disponível para orientar a tomada de decisão dos agentes é, por hipótese, sempre imperfeito, ou seja, os agentes não dispõem de um conjunto exaustivo de informações capaz de ser processado otimamente na formação das expectativas. Essa impossibilidade decorre do fato de que o

¹ Para uma síntese referente às Escolas que adotam a hipótese de expectativas racionais, ver Prescott (1994) e Mankiw & Romer (1995).

comportamento dos agentes altera continuamente o ambiente econômico onde estes atuam, diminuindo a eficiência das informações do passado enquanto instrumento de avaliação e previsão dos eventos futuros. Adicionalmente, a irreversibilidade do tempo e a unidirecionalidade das decisões dos agentes implicam que a reversão de uma decisão tomada no passado (mesmo que recente) não esteja sujeita apenas a custos quantificáveis monetariamente, como costumam afirmar as correntes mais ortodoxas. O fato de que a ação dos agentes modifica o ambiente econômico implica, em muitos casos, a inviabilidade de se retornar a uma posição anterior (ver Vercelli, 1991).

De acordo com Keynes (1936), os agentes econômicos podem, em momentos caracterizados por relativa estabilidade, projetar eventos do passado recente em suas previsões sobre o comportamento futuro de variáveis econômicas. Este padrão de formação de expectativas representa o chamado “comportamento convencional”. Porém, caso haja motivos para romper com este padrão - o que significa projetar para o futuro um cenário distinto do passado - os agentes não terão à sua disposição um conjunto completo de informações para fundamentar suas expectativas. Deste modo, a partir de um certo “componente convencional”, os agentes passam a acrescentar aos elementos que norteiam seu padrão comportamental um “componente prospectivo”, o qual expressa as alterações esperadas nas variáveis econômicas dissociadas dos fatos do passado. Disto decorre que o conjunto de informações fornecido pela experiência passada precisa ser completado por eventos hipotéticos, cuja ocorrência é incerta, e cuja probabilidade de verificação não é objetiva.

Assim, a formação de expectativas refere-se a um conjunto de variáveis que estão permanentemente sujeitas a transformações, as quais não podem ser apreendidas probabilisticamente (ver Vercelli, 1991, cap. 5). Por conseguinte, ao conjunto de informações existentes e disponíveis, deve-se acrescentar eventos cuja ocorrência é possível, mas cuja probabilidade de ocorrência não pode ser inferida objetivamente a partir da experiência

passada. Como resultado, às expectativas formuladas associa-se sempre um determinado estado de confiança, expressando o grau limitado de certeza (ou incerteza) sobre a ocorrência de qualquer evento futuro.

Diante da impossibilidade de se constituir um conjunto completo de informações sobre o comportamento futuro de variáveis econômicas - algo fundamental para a formulação de “expectativas racionais” - os agentes não caminham necessária e progressivamente para graus mais elevados de confiança em suas expectativas, ao longo de um processo cumulativo de aprendizado (ver Davidson, 1996). Como corolário, não se pode postular nenhum tipo de equilíbrio tendencial de cunho walrasiano no âmbito da formulação pós-keynesiana, seja a curto, seja a longo prazo.

As características do ambiente econômico descritas acima contribuem para que a formulação de expectativas sobre o próprio valor futuro da moeda - assim como de todo o conjunto de ativos nela referenciados - seja também passível de uma instabilidade inerente. Assim, devido a estas características, o enfoque pós-keynesiano postula a existência de uma estreita interação entre a formação de expectativas sobre o valor futuro dos ativos (reais e financeiros) e as expectativas sobre o valor futuro da moeda.

No que se refere especificamente às expectativas quanto ao comportamento de variáveis monetárias como o nível de preços, ainda é necessário acrescentar um conjunto de qualificações aos elementos teóricos expostos acima, a fim de caracterizar o papel assumido pela inflação nas economias capitalistas modernas.

No pensamento pós-keynesiano, o fenômeno inflacionário não é encarado como decorrência da ação desestabilizadora da política econômica sobre variáveis monetárias, cujos efeitos sobre as variáveis reais são nulos quando existe previsão perfeita, como afirma a moderna concepção ortodoxa (ver Moore, 1988, cap. 14). Como veremos em detalhes adiante, no contexto do pós-Segunda Guerra, expectativas de variação positiva nos níveis de preços

têm sido incorporadas ao comportamento convencional dos agentes e, dentro de certos limites, tidas como funcionais à manutenção da estabilidade do sistema econômico. A sustentação da tendência de alta dos preços verificada no período pode ser considerada, entre outros fatores explicativos, como resultado da coordenação de instrumentos de política fiscal e monetária, cujo principal objetivo é evitar que um contexto de expectativas de deflação do valor dos ativos possa conduzir a uma instabilização do sistema financeiro e a oscilações indesejadas nos níveis de produto e emprego capazes de lançar a economia num quadro de depressão (conf. Minsky, 1986).

Contudo, como também veremos adiante, em determinados contextos, pode ocorrer que os índices de inflação atinjam níveis elevados o suficiente para comprometer a manutenção do caráter funcional mencionado acima, ou seja, a continuidade do processo de formação das expectativas dentro dos limites da chamada “convenção de estabilidade”. Isto ocorre nos momentos em que o processo de formação das expectativas sobre os preços torna-se mais complexo, levando a uma ruptura do padrão convencional de *pricing* e induzindo à ocorrência de processos inflacionários mais intensos, como as hiperinflações ou os chamados regimes de alta inflação.

1.2 Uma Caracterização dos Processos Inflacionários

Compreendida a rejeição da dicotomia clássica, derivável a partir da abordagem pós-keynesiana sobre a formação das expectativas, devemos fazer uma qualificação a respeito das diferentes formas de manifestação do processo inflacionário nas economias capitalistas modernas.

Primeiramente, podemos identificar um tipo de inflação moderada, a qual chamaremos de inflação funcional, e que está associada à operação normal do sistema econômico capitalista no século XX, especialmente no pós-Segunda Guerra.

Uma primeira característica da inflação funcional refere-se ao fato de que os preços passam a incorporar uma rigidez no sentido descensional. Isto ocorre por conta de dois fatores fundamentais, associados ao próprio funcionamento do sistema econômico: (i) o progressivo aumento do grau de oligopolização dos mercados, o qual permite maior coordenação da formação de preços, passando esta a seguir regras de *mark-up* sobre os custos; e (ii) o crescimento da atuação sindical, que impõe restrições à queda dos salários nominais.

Por conta desses fatores, a partir do pós-guerra, dada a rigidez para baixo do nível de preços, as alterações de preços relativos passaram a se processar através de movimentos inflacionários. Como resultado, o nível de preços assumiu a tendência de se mover de modo ligeiramente ascendente na grande maioria das economias capitalistas. Segundo Carvalho (1993, p. 67), a percepção deste processo já havia sido assinalada na obra de Keynes:

“As Keynes once noted, modern monetary economies were built on the assumption of relatively stable prices to sustain a system of forward contracts that allows firms to organize production and financial resources to be lent to deficit units. This does not mean prices need to be absolutely stable (...). It does imply, however, the perception by the public of a stable price level or of a price level that increases in more or less predictable ways, or that suffers variations that are small enough and temporary enough to be offset by other random influences.”

Pode-se afirmar que tal viés inflacionário, observado nas economias capitalistas modernas, foi sustentado pela ação conjunta das políticas fiscal e monetária, adotadas no período com vistas a impedir a propagação de crises que têm se manifestado sob a forma de

processos de desvalorização dos ativos financeiros, cuja origem se encontra na instabilidade² inerente ao funcionamento do sistema financeiro moderno.

De acordo com a abordagem de Minsky (1986), este viés inflacionário está associado à expansão dos gastos do governo e à atuação das autoridades monetárias sobre a demanda agregada, cujo objetivo principal é auxiliar na sustentação de níveis satisfatórios de lucros para as empresas, evitando assim que eventuais quedas acentuadas na rentabilidade do capital conduzam a um processo de queda abrupta do investimento privado. Após a Segunda Grande Guerra, os governos passaram a ampliar sua presença na economia e assumir funções relativas à manutenção de patamares mínimos de bem estar social, através da geração de uma demanda complementar à demanda privada por bens e serviços. Este padrão de comportamento fiscal, combinado com a atuação do Banco Central enquanto emprestador de última instância, ao contribuir para a manutenção do nível de preços, mostrou-se capaz de evitar que as economias capitalistas do pós-guerra voltassem a atravessar momentos de crise deflacionária e de instabilidade financeira nos moldes daquelas que marcaram estas economias até a grande depressão dos anos 30.

É importante destacar que, ainda de acordo com Minsky (1986), os efeitos da atuação do governo no sentido de conter a propagação de crises de deflação de ativos não se restringe àqueles relacionados à sustentação dos níveis de renda e emprego, presentes nos modelos tradicionais de determinação da renda. Na visão mais ampla proposta pelo autor, a elevação

² Desde o final dos anos 60 e início dos 70, observa-se uma sensível alteração na dinâmica do sistema financeiro internacional, caracterizada pela crescente desregulamentação dos mercados e pelo surgimento de inovações financeiras visando a redução progressiva dos riscos de exposição dos investidores no mercado internacional (instrumentos de *swaps* e *hedge*). Como veremos em detalhes no próximo capítulo, os resultados obtidos com a utilização desses mecanismos de proteção não foram igualmente benéficos para o conjunto de agentes participantes do mercado financeiro internacional. O principal mérito da criação desses instrumentos financeiros foi a significativa redução dos riscos experimentados pelos ofertantes de crédito quando tomados individualmente. Contudo, estas mesmas alterações não foram capazes de eliminar os riscos envolvidos nas operações financeiras numa perspectiva sistêmica, com especial destaque para o risco associado aos tomadores de recursos dos mercados emergentes.

dos gastos públicos em momentos de crise gera também importantes consequências de natureza financeira, chamadas por ele de *Budget effect* e *Portfolio effect*.

O primeiro efeito refere-se ao fato de que o gasto público, ao ser mantido em um quadro de crise econômica, garante a sustentação dos fluxos financeiros daqueles setores da economia que são fornecedores de bens e serviços para o governo. Mais do que auxiliar na manutenção do nível de demanda agregada, tal fato contribui para a manutenção das relações financeiras dos setores beneficiados pelo gasto fiscal com os demais segmentos da economia. O segundo efeito refere-se ao fato de que a expansão do endividamento público nos momentos de crise fornece ao setor privado ativos financeiros de menor risco (os títulos públicos), os quais contribuem para ampliar o grau de confiabilidade nos retornos esperados sobre os *portfolios* dos agentes. Deste modo, como demonstra Minsky (1986, p. 270), a instabilidade característica das estruturas financeiras modernas pode ser minorada pela atuação estabilizadora dos governos:

“Fragile financial structures regularly break, which sharply reduces investment spending. Sometimes the end comes with a whimper and a recession results; at other times the end comes with a bang of financial crisis, and a deep depression follows. (...) Peacetime Big government capitalism matured after World War II, and its success was followed by the emergence of a fragile financial structure and a combination of sharp cycles, seemingly chronic inflation, and bouts of persistent unemployment. When lender-of-last-resort refinancings and massive government deficits abort debt deflations and sustain profits, they also sustain, with a lag, the ability to finance spending at higher prices. The inflationary impact of investment is augmented by the inflationary consequences of government intervention. The financial and profits repercussions of government intervention to prevent deep depressions override the limitations on inflation caused by the inelasticity of finance and by uncertainty, with respect to validating profits, that constrain private investment.” (grifo nosso).

Desta visão do papel da intervenção estatal enquanto instrumento de estabilização econômica pode-se depreender uma certa assimetria: as políticas fiscal e monetária são tidas como instrumentos eficientes para conter crises de deflação dos ativos; por outro lado contudo, estes instrumentos podem não ser efetivos para conter elevações de preços e, em

certas circunstâncias, podem até causá-las. Daí se compreende o papel atribuído à política econômica na geração e sustentação do viés inflacionário mencionado acima, segundo a abordagem pós-keynesiana. Porém, para que variações positivas nos preços funcionem como uma forma de eliminar as expectativas deflacionárias sem comprometer o desempenho da economia, é preciso que as expectativas dos agentes sejam de que os níveis de inflação irão manter-se sempre em patamares baixos e estáveis, possibilitando uma certa previsibilidade a longo prazo do poder de compra da moeda. Apenas num contexto como esse, a atuação dos agentes pode se dar de acordo com um padrão que se assemelhe ao que Keynes chamou de comportamento convencional.

Assim, nos termos de Keynes, podemos afirmar que, num contexto onde prevaleçam expectativas por parte do público de que a inflação vai manter-se baixa e estável, o valor real dos ativos torna-se previsível a longo prazo. E isto contribui para um alargamento do horizonte de planejamento dos agentes. Num ambiente com tais características, predomina a convenção de estabilidade³ e a moeda desempenha plenamente suas funções de reserva de valor, meio de troca e unidade de conta para denominação dos contratos, características fundamentais para a manutenção da normalidade do sistema.

Portanto, em oposição ao que chamamos de inflação funcional, podemos definir como inflação desfuncional aquela capaz de romper a convenção de estabilidade, restringindo o horizonte de planejamento dos agentes através da redução ou eliminação da previsibilidade sobre o poder de compra da moeda a longo prazo. Deste modo, a quebra da convenção de estabilidade tende a comprometer o desempenho das funções de reserva de valor e unidade de conta do padrão monetário (no caso dos regimes de alta inflação) ou até mesmo levar à sua rejeição como meio de troca (no caso das hiperinflações).

³ Por convenção da estabilidade entendemos o ambiente no qual as expectativas quanto à evolução do valor futuro da moeda sejam relativamente inelásticas a acontecimentos presentes, refletindo-se em cláusulas

O regime de alta inflação caracteriza-se por elevações significativas e persistentes dos índices de preço, suficientes para destruir a confiança na unidade monetária em suas funções básicas, principalmente no que concerne às funções de reserva de valor, unidade de conta e denominação de contratos. Conforme Carvalho (1993, p. 67):

“The transition to high inflation régimes takes place when inflation is so intense that the risks surrounding the formation of expectations as to the future value of money make it impossible to accept obligations denominated in it. (...) A high inflation régime emerges when new rules of contracting are developed.”

Um resultado relevante da definição do regime de alta inflação como um processo de mudanças institucionais e comportamentais dos agentes diz respeito à criação de mecanismos de resistência à estabilização do nível de preços e ao imediato restabelecimento de um quadro institucional onde prevaleçam padrões de comportamento compatíveis com a vigência da convenção de estabilidade. Isto ocorre na medida em que o próprio comportamento convencional dos agentes passa a incorporar progressivamente expectativas de manutenção dos patamares elevados de inflação observados no passado recente, o que tende a manifestar-se na constituição de mecanismos de indexação. Assim, o arranjo institucional encontrado para fazer frente à quebra de confiança na moeda consiste na criação de mecanismos de defesa que podem introduzir um componente inercial no processo inflacionário.

De acordo com a concepção teórica pós-keynesiana, adotada neste trabalho, a indexação é um instrumento que permite aos agentes continuarem mantendo um componente convencional na formação de suas expectativas, mesmo havendo uma ruptura com a convenção de estabilidade. Isto se dá na medida em que a criação de indexadores viabiliza a execução de termos contratuais em bases razoavelmente previsíveis, minorando os custos associados à exacerbação do processo inflacionário. Contudo, em regimes de alta inflação,

contratuais que incorporam compromissos monetários fixos. Portanto, enquanto prevalecer a convenção de estabilidade, qualquer choque capaz de alterar o nível de preços é tido como temporário.

soma-se ao comportamento convencional dos agentes um componente prospectivo, o qual contempla previsões de “descolamento” do patamar inflacionário de seus níveis pregressos. Assim, apesar da funcionalidade destes mecanismos de indexação e de tal arranjo institucional permitir um convívio prolongado com índices elevados de inflação, não podemos considerá-lo como uma situação de equilíbrio.

Este aspecto ressalta a distinção entre a concepção adotada aqui de componente inercial da inflação e aquela ligada à tradição inercialista⁴. Uma distinção fundamental entre inercialistas e pós-keynesianos refere-se ao fato de que os primeiros definem a componente inercial da inflação a partir da hipótese de que, dado uma situação de equilíbrio do sistema econômico, alguns choques exógenos podem alterar a estrutura dos preços relativos e a distribuição de renda entre os agentes, desencadeando uma disputa pela recomposição da antiga distribuição de renda. Na presença de mecanismos de indexação, este conflito seria resolvido através da elevação dos níveis de inflação. Em outras palavras, o equilíbrio da estrutura de preços relativos seria atingido novamente, porém às custas de uma elevação do patamar inflacionário.

A abordagem pós-keynesiana não compartilha de tal visão, principalmente no que se refere à aceitação da possibilidade de estabelecimento do equilíbrio distributivo na presença de inflação inercial. Tal objeção se deve à crença de que os agentes adotam a indexação como forma de tentar corrigir periodicamente e de forma contínua suas perdas relativas de renda, decorrentes do conflito distributivo. Conforme Carvalho (1990, p. 74):

“Na alta inflação são criados mecanismos que permitem indefinidamente a operação da economia numa situação de desequilíbrio. Isto é obtido pelo mascaramento da inconsistência que se verifica entre aspirações dos diversos grupos sociais. A cada momento de correção dos contratos, sucessivos grupos atingem a renda que aspiravam e começam a sofrer a reação de seus concorrentes, numa corrida que, por sua própria natureza, não aponta para um fim (...) Por permitir a manutenção de comportamentos

⁴ O pensamento inercialista ao qual nos referimos está associado, sobretudo, a economistas da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, tais como Pêrsio Arida e André Lara Rezende entre outros. Para uma síntese desta vertente teórica, ver Modiano (1988).

inconsistentes, em uma ordenação precária das demandas pelo produto social, a alta inflação é um arranjo frágil.”

Uma diferença essencial entre o regime de alta inflação e a hiperinflação reside no fato de que, no primeiro processo, a acentuada queda da demanda por moeda, causada pela expectativa de níveis elevados e persistentes de inflação, não gera uma fuga imediata para ativos reais. A constituição dos regimes de alta inflação se desenvolve *pari passu* com a criação de mecanismos de convivência com a alta persistente dos preços, cujo objetivo é neutralizar, ainda que parcialmente, a disfunção do processo. Este desenvolvimento ocorre através de adaptações e aprendizado que modificam de forma relativamente gradual os mecanismos contratuais e a atividade de *pricing*, estendendo-se, igualmente, para as relações e o sistema financeiros.

A fim de prevenir que a alta inflação acabe gerando a fuga para ativos reais, característica definidora do processo hiperinflacionário, é necessário que se encontrem ativos capazes de substituir a moeda enquanto reserva de valor e unidade de conta, preservando-a enquanto meio de troca. Neste sentido, os dois mecanismos “clássicos”, observados nas experiências históricas de alta inflação, referem-se à prática de indexação de ativos tomando por base a variação de um índice de preços e/ou da taxa de câmbio.

Quando o processo de indexação de ativos atinge também os títulos públicos, observa-se uma importante alteração do regime monetário. A correção do valor dos títulos a partir dos índices de inflação passada, muitas vezes associada à redução de seus prazos de maturação, surge como uma condição necessária para a continuidade do financiamento do governo. O somatório de alta liquidez e forte indexação dos ativos (especialmente dos títulos públicos) leva ao surgimento da chamada moeda indexada (ver Mendonça de Barros, 1993), a qual é responsável pela endogenização da oferta monetária através de um processo bastante distinto daquele analisado teoricamente por autores pós-keynesianos como Kaldor ou Davidson.

Finalmente, quando a inflação atinge patamares tão elevados que a indexação deixa de ser um mecanismo eficiente de defesa contra perdas decorrentes da alta dos preços, podem ocorrer alterações no comportamento dos agentes e no sistema de contratos que caracterizam um regime hiperinflacionário. Neste caso, os agentes econômicos rompem completamente com qualquer forma de comportamento convencional, passando a guiar suas decisões com base apenas em expectativas prospectivas quanto ao futuro dos preços e do poder de compra da unidade monetária. Em situações extremas, a unidade monetária nacional pode inclusive ser repudiada e a preservação do funcionamento da atividade econômica passa a exigir que algum ativo venha servir como referência nominal para os preços dos ativos. Historicamente, os processos de hiperinflação têm conduzido à adoção de alguma moeda estrangeira como unidade de conta e até mesmo como meio de troca, como no caso das experiências de “dolarização”.

I.3 A Institucionalidade dos Regimes Monetários

A abordagem pós-keynesiana, tal como a apresentamos até agora, deixa clara a importância dos elementos institucionais subjacentes à discussão dos processos inflacionários. Nesse sentido, uma visão dos regimes monetários que contemple as alterações ocorridas no ambiente institucional das economias capitalistas no pós-guerra pode nos auxiliar na compreensão do fenômeno inflacionário que se seguiu a este período .

Uma das conclusões mais importantes do debate macroeconômico iniciado nos anos 70 diz respeito à influência decisiva das características do ambiente de atuação dos agentes sobre o processo de formação de expectativas. Dentre estas características, destaca-se o padrão de atuação das autoridades governamentais, o qual podemos chamar de “regime de política econômica”.

Segundo Heymann e Leijonhufvud (1995, p. 39), por regime de política econômica deve-se entender o padrão de atuação das autoridades governamentais, cujo objetivo é oferecer aos agentes indicadores de consistência da política econômica e, com isso, contribuir para a sustentação do sistema de expectativas que orienta o processo decisório destes mesmos agentes. O regime de política afeta o processo de formação das expectativas e as decisões tomadas pelo público a partir delas, e é a partir desta interação entre a forma de condução da política econômica e a reação dos agentes que são determinados os efeitos que as medidas de política terão sobre as variáveis macroeconômicas.

No entanto, é relevante destacar que a aceitação deste conceito e de sua importância sobre o processo de formação de expectativas dos agentes não implica necessariamente a adoção da hipótese de expectativas racionais. Os próprios autores reconhecem tal fato, relacionando-o ao estudo dos processos inflacionários:

"The 'regime' concept postulates that the actual behavior of the authorities matches the expectations of the public. In cases where the public is assumed to have complete knowledge of the policy strategy of the government (including the distribution of the irreducible random component), this becomes a rational expectations concept (...). However, the study of high inflation cannot be restricted to such cases. We want also to consider situations in which people do not all make the same inferences about the policy rules generating the observed behavior of governments and of private sector agents and where, consequently, they do not have identical expectations (...). The knowledge that information relevant to the pattern is always incomplete means that individuals always have less than complete confidence in the inferences they have drawn and recognize the limitations of their ability to predict future policy actions. When an observation is drawn that does not 'fit' the previously inferred pattern, the actual pattern is seen to be more complex than anticipated - how much more complex is not to be known. This in turn means that whatever the length of the 'string' of past observations happens to be, the individual comes to realize that it is less informative than he had thought. Moreover, people do not all have the same set of observations; nor do they necessarily put the same construction on the 'facts' to begin with. The more complex the behavior pattern, therefore, the more likely it is that people will form different 'models' that they use to forecast policy and market variables" (Heymann e Leijonhufvud, 1995, p. 40/41).

Partindo-se deste conceito de regime de política econômica é imediata a sua aplicabilidade para o caso da política monetária. Podemos identificar no abandono do padrão

metálico - baseado na moeda mercadoria - e sua substituição pelo padrão fiduciário uma alteração no regime de política econômica que impôs fortes transformações ao modo de operar das economias capitalistas.

O regime metálico, baseado em uma moeda mercadoria, impunha sérias restrições à expansão do crédito ao vinculá-la às variações no estoque de metal precioso em poder das Autoridades Monetárias. Contrariamente, o regime fiduciário permite uma expansão muito mais vigorosa da oferta de crédito, impondo amplas dificuldades ao controle monetário exógeno. Um dos aspectos mais relevantes desta alteração institucional refere-se ao fato de que, sob o regime fiduciário, o papel fundamental do Banco Central deixa de ser o controle da oferta monetária a partir de uma regra de conversibilidade das reservas metálicas e passa a estar ligado à garantia da liquidez e da solvência do sistema bancário.

Como consequência, no atual estágio de desenvolvimento do sistema monetário⁵, a moeda creditícia, gerada endogenamente a partir de um determinado estoque de moeda primária, caracteriza-se como um elemento conceitual chave, pois os movimentos da oferta de moeda relacionam-se muito de perto com os da expansão do crédito. Como decorrência, a oferta de moeda é parcialmente gerada pelos agentes privados, através do sistema bancário. Isto se dá na medida em que o volume de crédito ofertado pelos bancos é induzido por sua própria demanda, a qual, por sua vez, está atrelada às necessidades de financiamento dos gastos com consumo e investimento, quando estes excedem a disponibilidade imediata de liquidez dos demandantes de crédito. Tal mecanismo faz com que a criação de moeda permaneça diretamente vinculada ao comportamento das variáveis reais da economia (conf. Carvalho, 1992, p.102).

⁵ Encontramos uma análise detalhada da evolução do sistema monetário e financeiro em seus diversos estágios de desenvolvimento em Chick (1993). Naquele trabalho, a endogenização parcial da oferta monetária é tratada como uma evolução que decorre do desenvolvimento do sistema de crédito nas economias monetárias modernas.

A importância dessa transformação institucional consiste em permitir maior grau de flexibilidade e estabilidade às economias capitalistas, pois boa parte do impulso dado ao desenvolvimento dessas economias deve ser creditado a esta alteração do papel institucional da atuação dos Bancos Centrais. Porém, com o advento do regime fiduciário, a estabilidade do sistema econômico passa a estar intimamente relacionada à manutenção, por parte dos agentes, de expectativas de preservação do valor futuro da moeda. Com o fim da moeda mercadoria, coloca-se mais claramente a possibilidade de quebra da confiança no valor futuro do padrão monetário e de todo o conjunto de ativos, cujos valores são expressos em moeda.

Nesse sentido, o papel desempenhado pelas Autoridades Monetárias ganha uma importância adicional, já que sua atuação sobre o sistema econômico deve visar prevenir e/ou atenuar a instabilidade potencial dos regimes monetários que é introduzida sob o padrão fiduciário. Assim, ao assumirem como sua função essencial prover liquidez aos ativos, atuando como emprestadores de última instância, os Bancos Centrais contribuem com a redução do risco sistêmico, associado à emergência do padrão fiduciário e à ampliação das operações de crédito.

No entanto, a emergência dos Bancos Centrais enquanto emprestadores de última instância sanciona o potencial de elevação do patamar inflacionário, conforme já foi discutido. Isto ocorre na medida em que a validação da oferta privada de crédito por parte dos Bancos Centrais acaba por ampliar as possibilidades de financiamento da economia a preços mais elevados. Como afirma Minsky (1986, p. 41/42):

"Any extension of Federal Reserve lender-of-last-resort protection to new institutions or to new financial instruments increases the overall financing capacity of the economy, and when this increased capacity is utilized, asset prices and lending activity increases. Even as the use of lender-of-last-resort powers effectively aborts an incipient financial crisis, the additional financing ability introduced by the extension of asset status to new institutions or to new credit instruments, creates the possibility of a future inflationary expansion."

Assim, podemos afirmar que os ciclos inflacionários verificados no pós-guerra decorreram do padrão de atuação das Autoridades Monetárias no sentido de deter a propagação das crises financeiras periódicas experimentadas neste período. A ação dos Bancos Centrais enquanto emprestadores de última instância, procurando administrar os níveis de liquidez e garantir a estabilidade do sistema financeiro, acabava por validar os surtos de expansão das atividades financeiras, tornando-se a principal responsável pelo sancionamento do financiamento de gastos - tanto dos agentes públicos quanto dos agentes privados - a níveis de preço mais altos. Adicionalmente, conforme discutido no tópico anterior, os mecanismos utilizados para evitar desvalorizações dos ativos têm como contrapartida a geração de déficits públicos que se mantêm enquanto haja risco de crise no sistema financeiro.

I.4 A Formação de Preços em um Arcabouço Pós-Keynesiano

O conjunto de elementos teóricos apresentados nos tópicos anteriores possui um desdobramento de caráter microeconômico de extrema importância para a análise da questão inflacionária no que se refere à formação de preços.

No entanto, mesmo em uma perspectiva teórica, a abordagem pós-keynesiana sobre a formação de preços não pode ser desvinculada das transformações histórico-institucionais que resultaram na emergência do regime fiduciário e as transformações deste mesmo regime, ocorridas a partir de meados dos anos setenta.

Em termos propriamente teóricos, adotamos a hipótese de que o elemento mais relevante para compreender o processo de formação de preços são os chamados *fix prices*, isto é, os preços fixados em mercados oligopolizados a partir de regras de *mark-up* sobre os custos de produção. Nestes mercados, a atividade de *pricing* encontra-se pautada por duas ordens

fundamentais de determinantes, as quais impõem, conjuntamente, limites mínimos e máximos para as margens de lucro.

A curto prazo, o imperativo de realizar a produção e auferir o lucro desejado - o qual, em última instância é o “estímulo para a realização da produção” (ver Minsky, 1986) -, faz com que a fixação das margens de lucro pelos *price makers* observe as condições de concorrência vigentes em seus próprios mercados (tanto os mercados de produtos quanto de insumos). Desta forma, os determinantes de curto prazo, sintetizados no “estado da concorrência”, delimitam um teto à fixação de preços e margens de lucro.

A longo prazo, a formação de preços deve levar em conta a necessidade de geração de um volume de lucros compatível com as estratégias de investimento e financiamento das firmas, determinando um patamar mínimo para os *mark-ups*. Contudo, vale ressaltar que a preocupação com a geração de recursos destinados a suprir as necessidades de financiamento das empresas não exclui de suas estratégias a opção de se utilizar de recursos de terceiros. Ainda assim, a opção pelo autofinanciamento pode ser compreendida como inversamente relacionada à disponibilidade e aos custos do crédito para as firmas (ver Eichner, 1976)⁶.

Em resumo, no âmbito do pensamento pós-keynesiano, a formação de preços está sujeita tanto a condicionantes de curto prazo - aquelas relacionadas às características dos mercados onde atua cada firma -, quanto a elementos de longo prazo - as condições vigentes no mercado financeiro, as quais se somam às estratégias das próprias empresas no que se refere a suas decisões de investimento e à composição das fontes de financiamento. Na análise dos processos inflacionários, os elementos de longo prazo podem assumir uma importância decisiva, uma vez que o investimento pode ser inibido pela retração do horizonte de

⁶ Tal fato não implica que as empresas se utilizem continuamente de recursos próprios para financiar a totalidade de seus gastos com o investimento produtivo. No entanto, em situações em que uma empresa torna-se liquidamente credora, ela tende a buscar a minimização de sua própria demanda por recursos de terceiros, a menos que a utilização desses recursos possibilite ganhos de arbitragem.

planejamento dos agentes e pela carência de condições de crédito adequadas ao seu financiamento.

Podemos notar que, segundo nosso arcabouço teórico, a administração dos *mark-ups* está estreitamente ligada a elementos expectacionais. Um maior grau de confiança nas expectativas por parte dos formadores de preço conduz ao que se pode chamar de administração convencional dos *mark-ups*, ou seja, a formação de preços se processa através de uma margem de lucro fixa sobre os custos. Esta normalidade da atividade de *pricing* acaba por ser expressa em um conjunto de relações contratuais estáveis, as quais representam a aceitação da convenção de estabilidade, ou seja, admitem uma relativa preservação dos valores reais das cláusulas monetárias constantes nos contratos.

O sistema de contratos é condição fundamental para a estabilidade das relações econômicas nas economias monetárias modernas, pois tem por função organizar estas relações e estabelecer elos de ligação entre os agentes ao longo do tempo. A importância deste sistema cresce quando admitimos que as decisões dos agentes conduzem a resultados que se desdobram no tempo histórico, e somente podem ser revertidas mediante custos não desprezíveis. Diante desta característica da ação dos agentes, a prévia contratação de prazos e preços, fixados em unidades monetárias, estabelece parâmetros para o cumprimento de acordos, facilitando o tratamento da incerteza inerente à ocorrência de eventos futuros.

Contudo, para que a denominação de contratos se dê em unidades monetárias fixas, o que implica na aceitação da convenção de estabilidade, é necessário que a inflação mantenha-se em níveis moderados, incapazes de comprometer a funcionalidade deste sistema e a normalidade da própria formação de preços que nele se respalda. Neste sentido, e conforme vimos anteriormente, a vigência da convenção da estabilidade tornaria as expectativas quanto à evolução do valor futuro da moeda inelásticas a acontecimentos presentes, refletindo-se em cláusulas contratuais que incorporam compromissos monetários fixos.

Um dos fatores explicativos para a ocorrência de processos inflacionários desfuncionais seriam as repercussões da quebra da convenção da estabilidade sobre o sistema de contratos e a formação de preços. Passando, a uma perspectiva histórica, vejamos como se dá o surgimento de processos inflacionários desfuncionais tais como os surtos inflacionários, os regimes de alta inflação e os processos hiperinflacionários ocorridos a partir dos anos setenta (ver Tavares & Belluzzo, 1986).

A ruptura da estabilidade cambial e a migração para um sistema de taxas de câmbio e juros flutuantes, observadas a partir do início da década de 70, trouxeram importantes consequências no sentido de volatilizar as expectativas dos agentes econômicos e aumentar o grau de incerteza sistêmica, alterando significativamente o processo de formação dos *fix prices*. Essa ruptura possibilitou um deslocamento tendencial da valorização da riqueza capitalista privada da esfera produtiva para a esfera financeira, permitindo a ampliação de seu caráter especulativo. Isto se deu na medida em que a volatilização das paridades cambiais e das taxas de juros introduziu um componente adicional de risco e incerteza sobre os custos das empresas, além de ampliar as possibilidades de ganhos de arbitragem através de atividades tipicamente financeiras, envolvendo o manejo das próprias margens de lucro. Como consequência, a formação de preços deixou de se processar sob condições “normais” - isto é, com base em regras de *mark-ups* fixos - e passou a operar através de um sistema muito mais instável que consiste na utilização de regras de *mark-up* flutuante.

Como vimos, a concepção de “preços normais” supõe que a economia esteja calcada em uma estrutura estável, compatível com um padrão convencional de formação de expectativas. Neste cenário, os *price makers* esperam que seus custos e as próprias quantidades demandadas tendam a oscilar em torno de valores previsíveis. Nesse contexto, as empresas funcionam como repassadoras de custos, na medida em que mantêm suas margens de

lucro fixas, dados os custos de produção e os determinantes da formação dos *mark-ups*, apontados acima⁷.

Alternativamente, a formação de preços em um ambiente onde não prevaleça a convenção da estabilidade conduz à prática da fixação de *mark-ups* flutuantes. Esta prática contempla a incorporação de expectativas de desvalorização dos ativos por conta da ocorrência de níveis desfuncionais de inflação. Com isto, as margens de lucro passam a ser calculadas considerando a perda esperada no valor dos ativos, o que conduz a uma superestimação destas margens, com vistas a garantir a efetiva obtenção dos *mark-ups* desejados e defender os possuidores de riqueza de uma redução no valor real de seus ativos.

Em um contexto de instabilidade crescente, como o observado a partir dos anos setenta, a elevação das margens de lucro com vistas à defesa dos *mark-ups* desejados passa a ser uma condição para que a produção e a valorização dos capitais se mantenham. Em suma, devido à instabilização das expectativas quanto aos custos de produção - operacionais e financeiros -, originadas na volatilização de variáveis referenciais da economia como câmbio e juros, a própria formação dos preços torna-se substancialmente mais volátil.

Esta volatilidade passa a manifestar-se através da introdução de mecanismos de indexação nos contratos. Primeiramente através de cláusulas de repactuação contratual com taxas pré-fixadas e, à medida em que a inflação acelera, através de cláusulas de indexação pós-fixadas.

Conforme já discutido acima, a generalização da indexação permite um rearranjo institucional que possibilita a manutenção do funcionamento do sistema econômico dentro de padrões de relativa "normalidade", obtida através da adoção da indexação como elemento convencional na formação de expectativas. Contudo, estes mesmos mecanismos que permitem o convívio com a inflação introduzem elementos adicionais de instabilidade no sistema de

⁷ Para maiores detalhes, ver Kandir (1989).

contratos que passam a refletir o grau crescente de incerteza sistêmica e necessitam adaptar-se a fim de manter sua funcionalidade enquanto elementos de viabilização das relações entre os agentes econômicos. A trajetória de evolução do sistema de indexação dos preços na economia brasileira ilustra bem este fato.

Adicionalmente, a exacerbação da inflação manifesta na repactuação periódica dos contratos tem repercussões negativas sobre os mecanismos de financiamento dos setores privado e público. Com a generalização da indexação, em especial da indexação pós-fixada, amplificam-se as possibilidades de fragilização das posições financeiras dos agentes tomadores de recursos. Isto ocorre na medida em que o real custo financeiro do financiamento não pode ser previamente quantificável quando do estabelecimento dos contratos, fato que introduz uma instabilidade adicional ao cálculo capitalista, especialmente no longo prazo.

1.5 O Regime Cambial e as Condições de Financiamento

No contexto de uma economia fechada⁸, a efetivação das decisões de gasto, tanto de agentes privados quanto do setor público, estão relacionadas a duas ordens de fatores: (i) o grau de confiança nas expectativas de retorno futuro das carteiras de ativos dos agentes; e (ii) a existência de mecanismos adequados de canalização de recursos para financiar estes gastos.

No que diz respeito ao setor privado, quando há confiança nas expectativas de elevação de ganhos sobre a carteira de ativos a longo prazo, os agentes elevam seu nível desejado de emissão de débitos, fato que induz uma maior demanda por crédito (ver também Wray, 1990). Para que esta maior demanda por crédito seja satisfeita, é necessário que o sistema bancário compartilhe das expectativas otimistas do público não bancário, reduzindo sua própria preferência

⁸ Entende-se por economia fechada uma situação teórica na qual não se realizam transações ou contratos com agentes no exterior nem se realizam transações com agentes domésticos cotadas em moeda estrangeira.

pela liquidez e ampliando a oferta de crédito. Desta forma, um maior volume agregado de gastos se efetivará tão somente se o estímulo originado nas expectativas prospectivas dos agentes privados levar a uma recomposição dos *portfolios* do público e dos bancos de tal forma que o desejo de ampliação de endividamento do setor privado seja sancionado pela maior oferta de crédito.

No caso do setor público, a ampliação dos gastos do governo para além dos recursos originados em suas receitas correntes irá depender da confiança dos agentes demandantes de títulos públicos na capacidade do Estado em manter seu endividamento com perfil sustentável numa perspectiva inter-temporal. A confiança dos agentes privados nessa capacidade do governo garantiria um fluxo regular de crédito a custos e prazos compatíveis com a efetiva manutenção do quadro de sustentabilidade do endividamento fiscal, esperado *a priori* (ver Baer, 1993, p. 32/33).

Neste ponto, porém, cabe ressaltar a existência de uma distinção entre os determinantes da ampliação da oferta de crédito de curto e de longo prazo.

A curto prazo, para que o setor financeiro possa sancionar uma maior demanda por crédito, é necessário que a política monetária levada a cabo pelo Banco Central seja conduzida de modo a acomodar as necessidades imediatas de liquidez dos bancos para que estes possam fazer frente a um maior volume de crédito sem que se coloque o risco de fragilização do sistema no curto prazo, decorrente de um eventual descompasso entre os volumes de crédito e as captações.

Por outro lado, a expansão da oferta de crédito de longo prazo não é simplesmente resultado de uma política acomodaticia da Autoridade Monetária a fim de evitar a fragilização financeira no curto prazo. A oferta de empréstimos com prazos mais dilatados irá depender das características de intermediação do sistema financeiro doméstico e de sua habilidade em criar

instrumentos financeiros que permitam adequar a rentabilidade e o risco exigidos pelos investidores de carteira às necessidades dos demandantes de crédito⁹.

Em resumo, num contexto de uma economia fechada, o que determina a oferta de financiamento a curto prazo são as expectativas de retorno futuro sobre as carteiras de ativos dos agentes, a preferência pela liquidez do público bancário e não bancário e a atuação do Banco Central através de uma política monetária mais ou menos acomodaticia - isto é, que sancione a ampliação do volume de crédito levada a efeito pelo setor financeiro. A longo prazo, ganha importância a adequação entre custos e prazos dos empreendimentos e das aplicações financeiras que dão suporte à oferta de crédito.

Numa economia aberta, a oferta de recursos para o financiamento passa a estar determinada também pelas condições vigentes no mercado externo, tanto no que se refere à rentabilidade esperada do investimento quanto às condições de liquidez internacional. Isto porque o confronto entre as perspectivas de rentabilidade das carteiras de ativos dos agentes e sua preferência pela liquidez, feito através da taxa de juros, passa a levar em conta as oportunidades de investimento (financeiro e produtivo) existentes também no resto do mundo. Portanto, o financiamento da economia não fica limitado pelas condições vigentes no mercado doméstico, ocorrendo uma potencial ampliação da oferta de crédito ocasionada pelos movimentos das contas externas.

Contudo, a contrapartida dessa potencial ampliação é também a possibilidade de que os fluxos de recursos financeiros doméstico e externo sejam desviados do mercado interno para o

⁹ Em um contexto de inflação elevada, a compatibilização entre às necessidades de crédito a longo prazo e as demandas por aplicações rentáveis e de baixo risco apresenta dificuldades adicionais. De acordo com Baer (1993), num ambiente de inflação crônica tendem a generalizar-se os mecanismos de indexação das aplicações financeiras como forma de oferecer aos agentes garantia de proteção quanto a eventuais perdas decorrentes da depreciação da moeda na qual são denominados os contratos. A generalização da indexação reflete a ampliação do grau de incerteza na economia, o que se traduz por uma concentração das aplicações financeiras em títulos de curto prazo. Deste modo, a canalização voluntária de poupança financeira ocorre predominantemente para aplicações de curto prazo e com taxas de juros pós-fixadas. Como resultado, mesmo os empreendimentos de longo prazo de maturação passam a depender de captações a curto prazo, elevando os custos do financiamento e o grau de incerteza destas operações, o que acaba por fragilizar as posições financeiras destes demandantes.

internacional nos períodos em que a rentabilidade esperada dos investimentos internamente seja inferior à do resto do mundo. Este fato poderia, por exemplo, ao desviar o crédito do mercado interno, inviabilizar a manutenção de uma trajetória sustentada de inversões na economia doméstica.

Neste sentido, o regime cambial a que esteja submetida a economia ganha relevância. Seguindo a abordagem de Dow (1987), podemos afirmar que a capacidade de atrair fluxos de capital externo de uma economia está diretamente ligada a sua política cambial. A opção por determinado regime de câmbio, por sua vez, está relacionada às condições de desenvolvimento da economia, ou seja, à sua inserção comercial e financeira nos mercados internacionais. A seguir, mantendo-nos em linha com a abordagem sugerida pela autora, analisamos as principais diferenças entre os regimes de câmbio fixo e flutuante, tanto num contexto geral quanto enfocando as peculiaridades referentes aos países em desenvolvimento.

De modo geral, a adoção de uma política de câmbio fixo implica uma oferta de moeda dependente do resultado do balanço de pagamentos. Resultados superavitários influenciam positivamente a oferta de moeda, assim como déficits têm efeitos contracionistas. Desse modo, uma ampliação das perspectivas de rentabilidade dos ativos domésticos (reais e financeiros) induz a uma elevação da captação de recursos externos e, conseqüentemente, a um aumento da oferta interna de crédito - nos casos em que inexistente uma política de esterilização dos ingressos de capital. Assim, uma economia aberta que apresente uma taxa de remuneração do capital continuamente elevada, *vis-à-vis* à taxa externa, atrairá capitais de maneira sustentada. A adoção do câmbio fixo, num contexto de abertura da economia como o descrito acima, potencializa a oferta de financiamento e tende a levar a um acúmulo significativo de reservas internacionais.

Contudo, a contrapartida dessa ampliação da capacidade de geração de crédito - verificada em períodos de elevada rentabilidade relativa dos ativos domésticos *versus* os

externos - é a ocorrência de fugas de capital em direção a alternativas de investimento mais rentáveis e/ou menos arriscadas no exterior em momentos de quebra na confiança dos agentes quanto às condições de sustentabilidade desta rentabilidade dos ativos domésticos e/ou a manutenção da paridade cambial.

A sustentação de um regime de câmbio fixo - ou algo próximo a isto, como é o caso do regime de bandas cambiais, o qual permite a flutuação da taxa de câmbio dentro de um intervalo bastante estreito - demanda a manutenção de um volume de reservas internacionais suficiente para garantir que as transações do balanço de pagamentos ocorram respeitando uma dada paridade cambial. Por sua vez, a obtenção desse montante de reservas irá depender da ocorrência de duas situações não excludentes. Em primeiro lugar, da ocorrência de superávits sustentados no balanço de transações correntes. Em segundo lugar, irá depender do volume de recursos transitados pela conta de capitais, o qual está, em larga medida, relacionado à importância relativa do mercado financeiro de cada país no contexto internacional¹⁰.

Diferentemente do que ocorre com o regime de câmbio fixo, no regime flutuante puro a oferta primária de moeda não está diretamente relacionada com o resultado do balanço de pagamentos. Os ajustes necessários para equilibrar as contas externas se dão por meio da variação da taxa de câmbio. Tais ajustes automáticos da taxa câmbio são apontados pelos defensores do regime flutuante como a principal vantagem do mesmo, uma vez que permitem atenuar os impactos decorrentes da correção dos desequilíbrios do balanço de pagamentos sobre o nível de atividade.

Sob o regime cambial flutuante, o resultado das contas externas tem influência apenas indireta sobre a liquidez da economia. Expectativas de elevação na rentabilidade dos ativos domésticos induzem influxos de capital estrangeiro, ampliando a demanda por moeda

¹⁰ Países cujas praças financeiras possuem importância internacional, por exemplo, são grandes receptores de capital estrangeiro, fato que implica um maior volume de financiamento externo. Contudo, esse não é o caso dos países em desenvolvimento.

doméstica com vistas à aquisição desses mesmos ativos. Esse movimento pode levar a uma apreciação cambial, movimento que persistirá enquanto houver expectativa de ampliação da rentabilidade dos ativos domésticos, *vis-à-vis* os ativos externos. Tal apreciação, aliada à elevada rentabilidade dos ativos domésticos, age no sentido de reforçar as condições de atratividade dos capitais, pois proporciona uma ampliação da remuneração do capital em moeda estrangeira (amplia o prêmio percebido pelo investidor externo). Portanto, conclui-se que a demanda por moeda doméstica é a variável mais afetada pelo regime de taxa de câmbio flutuante (ver Dow, 1987, p. 251). Esta demanda, decorrente dos influxos de capitais externos e das expectativas de apreciação cambial, propicia, por sua vez, uma ampliação da oferta interna de moeda, expandindo as possibilidades de financiamento da economia.

Em resumo, sob o regime de câmbio flutuante, além da rentabilidade esperada dos ativos domésticos, também as expectativas quanto à evolução futura da taxa de câmbio têm influência direta sobre a atratividade dos fluxos de capitais externos e, conseqüentemente, sobre as fontes de financiamento da economia.

As condições apontadas acima são genéricas porém, quando analisamos o caso dos países em desenvolvimento, surgem dificuldades adicionais.

No que diz respeito ao regime de câmbio fixo, a possibilidade de sustentação de uma dada paridade cambial é dificultada pela existência de desequilíbrios estruturais nos balanços de pagamentos desses países. A caracterização típica de tais desequilíbrios é dada: (i) pela existência de déficits crônicos nas contas de serviços não-fatores (dependência em relação à importação de seguros e fretes) e de serviços fatores (conseqüência da necessidade de remunerar o amplo passivo externo líquido); (ii) pelas características estruturais da pauta de comércio, marcada pela importação de itens de densidade tecnológica mais alta, relativamente aos produtos exportados; e (iii) pela grande volatilidade dos termos de troca, fato estritamente

relacionado à composição das próprias pautas de comércio (cf. Agénor & Montiel, 1996, cap. 1).

No caso de países em desenvolvimento, uma alternativa para a obtenção do montante de reservas necessário para assegurar a estabilidade cambial está na geração de superávits comerciais. Porém, dadas as características de desequilíbrio estrutural dos balanços de pagamentos, essa estratégia pode exigir um desaquecimento da demanda agregada doméstica, a fim de reduzir as importações e ampliar a oferta de exportações, o que impõe restrições ao ritmo de crescimento econômico. Por outro lado, historicamente observa-se que a manutenção de resultados comerciais favoráveis nos países em desenvolvimento está intimamente relacionada a movimentos cíclicos, que associam a elevação nos preços das *commodities* internacionais à expansão dos fluxos de comércio.

Diante de tais dificuldades estruturais dos países em desenvolvimento para a manutenção de resultados positivos em transações correntes, coloca-se como prioritária a questão do financiamento externo. Esses países necessitam de fluxos regulares de capitais, compensatórios relativamente às oscilações recorrentes observadas nas contas de transações correntes.

Em resumo, as condições vigentes no mercado financeiro internacional têm impacto relevante sobre as trajetórias de crescimento e impõem restrições à sustentação de paridades cambiais fixas.

Contudo, conforme visto acima, a manutenção de um fluxo contínuo de recursos financeiros dependerá de uma rentabilidade dos ativos domésticos superior aos externos. Esse diferencial deve levar em consideração também os riscos de manutenção da paridade cambial, definido como a diferença entre as taxas de rentabilidade interna e externa, ponderada pelo risco cambial, risco este representado pela expectativa de desvalorização cambial. No caso dos países em desenvolvimento, a volatilidade das principais variáveis macroeconômicas, em

especial da taxa de câmbio, implica o pagamento de um elevado prêmio de risco para o capital estrangeiro que se dirige a esses países. Assim, a ampliação do grau de confiança nas expectativas de estabilização da paridade cambial é fundamental para garantir a atratividade dos capitais e, eventualmente, reduzir os custos do financiamento externo.

Além disso, um contexto internacional de liquidez folgada, que revela um nível relativamente baixo de rentabilidade dos ativos no mundo desenvolvido, é condição necessária para que os países em desenvolvimento possam financiar eventuais desequilíbrios em seus balanços em transações correntes até que se possa corrigir e/ou atenuar suas distorções externas de caráter estrutural. A caracterização de um cenário no qual os agentes externos possam vislumbrar um horizonte de progressiva redução dos déficits em transações correntes nesses países também tem importância crucial para a continuidade dos fluxos financeiros, tanto de empréstimos quanto de investimentos.

Por outro lado, a adoção de um regime de câmbio flutuante pode ser uma alternativa nos casos de impossibilidade de satisfação das condições discutidas acima. No caso dos países em desenvolvimento, devido à ausência de um fluxo de financiamento externo regular, a flutuação cambial coloca-se como a principal alternativa de enfrentamento dos desequilíbrios de balanço de pagamentos. A flutuação da taxa de câmbio pode contribuir para ampliar a capacidade exportadora da economia, gerando as divisas internacionais necessárias para a manutenção do equilíbrio das contas externas. Contudo, dadas a instabilidade e as restrições estruturais a que estão submetidas as economias em desenvolvimento, a adoção de um regime de câmbio flutuante como mecanismo de correção dos desajustes externos pode levar a uma volatilização muito grande da taxa de câmbio. E, conforme discutido em tópicos anteriores, tal

volatilização tem impactos significativos sobre o processo de formação de preços e, conseqüentemente, sobre o nível de inflação¹¹.

Além das implicações macroeconômicas dos diferentes regimes cambiais discutidas acima, cabe ressaltar os impactos dos fluxos internacionais de financiamento no âmbito do setor público, uma vez que os gastos do setor público também passam a contar com fontes externas de financiamento. Como a dívida pública deixa de ser composta exclusivamente por passivos denominados em moeda local, as condições vigentes no mercado cambial passam a refletir-se diretamente nas contas fiscais, fato que torna relevante, também sob a ótica do setor público, a discussão sobre o regime cambial.

Em um regime de taxas de câmbio flutuantes, as expectativas quanto à evolução futura do câmbio influenciam as expectativas quanto à sustentabilidade do endividamento público, tanto interna quanto externamente. No que diz respeito ao financiamento externo, o mecanismo envolvido é o mesmo já discutido acima, ou seja, as expectativas de depreciação cambial elevam o prêmio de risco exigido pelo ofertantes estrangeiros de crédito, fato que amplia os custos do financiamento externo. Por outro lado, as conseqüências internas da depreciação cambial sobre a dívida pública externa (ou, em termos mais abrangentes, sobre a dívida pública indexada e/ou denominada em moeda estrangeira) se traduzem numa ampliação instantânea desta mesma dívida quando cotada em moeda doméstica. Em um quadro de volatilidade cambial acentuada, ocorre uma tendência de ampliação do total da dívida pública cotada em moeda nacional. Para fazer frente a esta elevação, o governo deve ampliar suas receitas fiscais e/ou a obtenção de financiamento interno. Neste último caso, a necessidade crescente de recursos financeiros pode deteriorar também as expectativas dos agentes domésticos quanto à sustentabilidade do endividamento público interno a longo prazo. Como

¹¹ Em situações de inflação elevada e crônica, pode-se chegar à constituição de mecanismos de indexação da própria taxa de câmbio à inflação passada os quais, além de potencializarem a volatilidade cambial, podem impor obstáculos à administração da taxa de câmbio real enquanto instrumento de política comercial.

consequência, elevam-se também os prêmios de risco praticados nos títulos denominados em moeda nacional. Esse processo é tão mais intenso quanto maior a parcela da dívida pública indexada à taxa de câmbio e a amplitude das depreciações.

Num quadro de deterioração das condições de financiamento do setor público como o descrito acima, os impactos sobre a inflação são claros. Devido às dificuldades de obtenção de recursos no mercado financeiro interno e externo e dado que a capacidade de elevação das receitas tributárias é limitada, a continuidade do financiamento dos gastos públicos se materializa através da elevação dos preços públicos e das taxas de juros pagas pelos títulos da dívida pública, ambas com importantes impactos sobre o nível dos preços. Os reajustes periódicos dos preços públicos realimentam o processo de elevação dos *mark-ups* e a alta dos juros funciona como um potencializador da volatilidade pré-existente nas expectativas dos agentes devido às depreciações cambiais recorrentes.

Retornando à questão da formação de preços, podemos concluir que a instabilização de duas importantes variáveis macroeconômicas, como as taxas de câmbio e de juros, aliada a tentativa de conter a deterioração das contas fiscais através da indexação dos preços públicos, tende a se traduzir em elevações preventivas dos *mark-ups* e dos preços, conforme os mecanismos descritos no tópico I.4 deste capítulo. Como consequência, as dificuldades de sustentação da trajetória das contas fiscais se traduzem em pressões sobre o patamar inflacionário.

A aceleração da inflação, por sua vez, tem impacto negativo sobre as tentativas de obtenção de transparência e sistematicidade na condução da política fiscal. Num contexto como este, tornam-se mais difíceis as tentativas de elevação das receitas tributárias devido às imperfeições tipicamente existentes nos mecanismos de indexação dos tributos. Como podemos ver na figura I.1 abaixo, é possível descrever um mecanismo de interação entre a deterioração das contas públicas e a expansão da escalada inflacionária através de um esquema

de retroalimentação entre a crise financeira-fiscal e a aceleração da inflação. Desse modo, à medida em que a solução dessa crise é postergada, são mantidos importantes elementos de pressão sobre a formação dos preços e, conseqüentemente, sobre a inflação.

Em resumo, diante do exposto acima, podemos concluir que, no contexto de uma economia aberta, existe uma vinculação importante entre as condições de financiamento externas, as expectativas sobre a evolução da taxa de câmbio - com seus impactos sobre a sustentabilidade do endividamento dos agentes domésticos, com especial destaque para o setor público - e a constituição de um regime de alta inflação.

1.6 Estabilização e Teoria Pós-keynesiana

Dentro de uma análise pós-keynesiana, podemos afirmar que a discussão sobre políticas de estabilização deve se restringir à ocorrência de processos inflacionários desfuncionais. Como já se apontou anteriormente, tais processos se caracterizam pela quebra da convenção de estabilidade e pelo estreitamento do horizonte de planejamento dos agentes, o que dificulta a avaliação do valor futuro da moeda e dos demais ativos.

Quando um processo inflacionário perde sua característica de funcionalidade, dando sinais de alta e persistência, a moeda nacional tende a perder gradualmente suas funções clássicas de reserva de valor, unidade de conta e meio de troca conforme se caminha na direção de taxas de inflação mais elevadas. Se, sob a convenção de estabilidade, o padrão de comportamento dos agentes conduz à prática de cotação de seus preços em moeda nacional, quando esta perde total ou parcialmente suas funções clássicas, impõe-se a necessidade de se buscar um novo padrão de referência nominal. Por sua vez, a busca desse novo referencial, indispensável ao funcionamento da economia capitalista num contexto de alta inflação, pode resultar, segundo as características de cada experiência histórica, na adoção de uma moeda

estrangeira ou de mecanismos de indexação enquanto elementos convencionais do *pricing*. É importante notar que estas alternativas de referência nominal não são mutuamente excludentes, como a experiência brasileira recente parece deixar claro¹². Isto significa que, mesmo diante de mecanismos abrangentes de indexação, permanece significativa a relevância das condições vigentes no mercado cambial enquanto um dos fundamentos da formação de expectativas inflacionárias.

Diante do objetivo de manter o valor real de seus *portfolios* num contexto de inflação desfuncional, os agentes tendem, em maior ou menor escala, a cotar o valor de seus ativos em moeda estrangeira, fato que se traduz em elevações do valor nominal das carteiras a cada desvalorização da moeda nacional. Assim, a persistência de expectativas de depreciação cambial impede a alteração do comportamento preventivo utilizado na formação das margens de lucro, criando importantes resistências ao processo de estabilização.

A relevância da taxa cambial enquanto elemento do processo de determinação dos *fix prices* faz com que a alteração do regime cambial seja destacada pela abordagem pós-keynesiana enquanto um dos elementos centrais para o sucesso das políticas de estabilização a curto prazo. Em outras palavras, a diminuição da volatilidade cambial impacta positivamente sobre as expectativas de desvalorização não só da moeda, mas também dos demais ativos. Com isso tende a haver uma desintensificação do comportamento preventivo por parte dos agentes na definição das margens de lucro, fato que vem a contribuir para a estabilização dos preços.

De modo semelhante à ancoragem cambial, as tentativas de desindexação, seja através da fixação do valor nominal dos indexadores, seja através da extinção dos mesmos, têm como objetivo final contribuir para o fortalecimento das expectativas de preservação do valor real dos ativos, evitando a instabilização do *pricing*.

¹² A experiência brasileira de estabilização será discutida em detalhes no Capítulo III.

Seja qual for a via adotada para a implementação de programas de combate à inflação, é importante destacar a existência de dois momentos distintos: (i) o curto prazo, relativo ao período de quebra do regime de alta inflação, que chamaremos de período de desinflação; e (ii) o médio e longo prazos, associados ao restabelecimento de instrumentos para a sustentabilidade desse processo e para o retorno à convenção da estabilidade - a estabilidade propriamente dita.

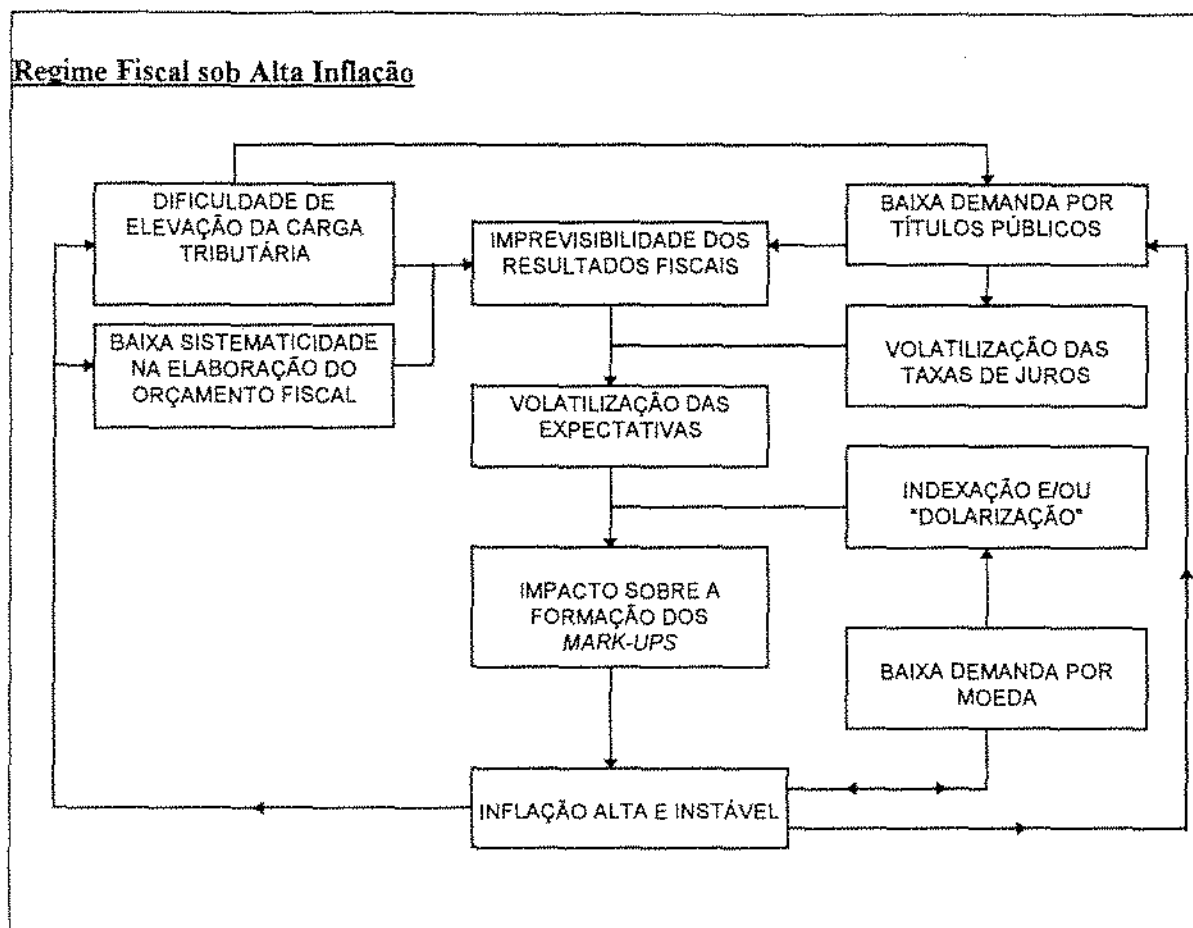
Segundo a análise pós-keynesiana, o ponto de partida para a estabilização de uma economia altamente inflacionária está diretamente ligado à promoção de um choque de expectativas através de uma alteração do regime de política econômica e do restabelecimento da confiança na moeda, possibilitando, assim, a ampliação do horizonte de planejamento dos agentes privados. Nesse sentido, dada a importância da taxa de câmbio no processo de formação de expectativas inflacionárias, um programa de estabilização passa, necessariamente, em um primeiro momento, por uma reversão das expectativas de desvalorização cambial, necessária para dar início ao processo de desinflação.

Deste modo, a interrupção da depreciação cambial, ou seja, a estabilização do câmbio e/ou eliminação dos mecanismos de indexação formal são tidas como fundamentais para a reconstituição de um padrão de normalidade na formação das expectativas a curto prazo. E numa economia emergente, conforme discutido anteriormente, a estabilização do câmbio está estritamente relacionada à capacidade da economia de gerar divisas, seja por meio de financiamento externo, seja através de superávits comerciais expressivos.

Contudo, a estabilização duradoura só é atingida quando se retorna à convenção da estabilidade, a qual se manifesta no estabelecimento de contratos de longo prazo, com cláusulas denominadas em unidades monetárias fixas. Este é um passo posterior ao processo de desinflação e não é atingido de pronto com a redução abrupta dos índices de inflação, pois

requer a (re)criação de mecanismos mantenedores da estabilidade a longo prazo, os quais discutiremos a seguir.

Figura I.1



Adaptado a partir de Ewijk, C. Van (1991, capítulo 1).

Devido ao fato de o processo de formação de preços estar baseado tanto em elementos convencionais quanto prospectivos, nem a fixação do câmbio nem a desindexação constituem condições suficientes para que se transite de um processo de desinflação (isto é, redução abrupta da alta de preços) para um cenário de estabilidade, ou seja, o retorno da confiança por parte dos agentes de que a inflação será mantida em níveis baixos e previsíveis a longo prazo. As condições para a estabilidade de longo prazo passam por fatores como: (i). o reequilíbrio das contas públicas, o que não significa necessariamente eliminação do déficit público, mas sim

uma recuperação da capacidade de financiamento de médio e longo prazos do governo¹³; (ii) reconstituição de mecanismos adequados de financiamento privado, o que inclui alongamento de prazos e redução dos custos; e (iii) retomada do crescimento a um ritmo sustentável, isto é, de um padrão de crescimento que, em um contexto de relativa estabilidade cambial, não gere pressões sobre o balanço de pagamentos e, conseqüentemente, sobre as expectativas quanto à manutenção da estabilidade da moeda.

Diferentemente do diagnóstico ortodoxo, uma abordagem pós-keynesiana se opõe à proposição de que existe uma relação unidirecional entre o processo inflacionário e o desequilíbrio fiscal. Ao contrário, como se pode observar na Figura I.1, o processo inflacionário e as condições de financiamento do setor público estão vinculados através de relações biunívocas. Neste sentido, uma melhora prévia da capacidade de financiamento do setor público teria impacto positivo sobre as expectativas inflacionárias e, através destas, sobre o processo de formação de preços. Por sua vez, a contenção da alta de preços tende a contribuir com a melhoria do quadro fiscal.

Assim, de acordo com uma abordagem pós-keynesiana, um programa de estabilização para uma economia altamente inflacionária não supõe um equilíbrio instantâneo e prévio das contas fiscais. Dentro dessa visão, o fundamental é sustentar expectativas otimistas quanto à capacidade de ordenamento e financiamento das contas públicas a longo prazo. Este processo, por sua vez, tende a ser reforçado em caso de redução dos índices de inflação no curto prazo, fechando o ciclo de retroalimentação entre o comportamento das contas públicas e do nível de preços.

Os efeitos da inflação persistente sobre as contas públicas traduzem-se na endogenização da geração de déficits fiscais. Isto ocorre na medida em que a aceleração da

¹³ Além do aspecto quantitativo, merece destaque a necessidade de alteração qualitativa do gasto público, obtida através da redução relativa dos encargos da dívida pública e da ampliação, também relativa, dos gastos com

taxa de inflação dificulta a manutenção do valor real das receitas tributárias. Duas ordens de fatores estão relacionadas a este fato. Em primeiro lugar, a aceleração da inflação corrói as receitas tributárias mesmo na presença de indexação dos impostos, visto que é inevitável a existência de um intervalo de tempo entre a geração da obrigação do imposto e a coleta do mesmo. Por outro lado, diante de processos inflacionários persistentes, há uma tendência de que grande parte das despesas do setor público sejam indexadas, com destaque para as despesas com salário do funcionalismo, previdência social e encargos financeiros da dívida mobiliária. Isto faz com que a manutenção de patamares elevados de inflação e/ou sua aceleração introduzam um componente estrutural de desequilíbrio das contas públicas. A conjugação destes fatores compromete a execução do orçamento fiscal.

Outro ponto a ser salientado em favor da estabilização como condição prévia para a recuperação do controle fiscal diz respeito aos efeitos da inflação sobre o componente financeiro do déficit. Em situações onde a dívida pública é, predominantemente, de curto prazo e indexada - como têm sido o caso da dívida pública no Brasil desde os anos 80 -, a elevação do patamar inflacionário afeta os juros em termos nominais, tornando as necessidades de financiamento do setor público sensíveis à variação da inflação. Isto eleva grandemente as despesas com correção monetária sobre o estoque da dívida do setor público e pode levar a situações de crise financeira, mesmo nos casos em que os resultados operacional e/ou primário do setor público¹⁴ sejam de pequenos déficits ou até mesmo de superávits.

Portanto, do ponto de vista pós-keynesiano, pode-se afirmar que consiste num erro postergar o processo de estabilização na tentativa de se atingir o equilíbrio fiscal prévio. Isto porque a própria estabilização atua no sentido de auxiliar o ajuste fiscal. É ela que reduz a incerteza gerada pelo contexto de alta inflação, traz transparência ao orçamento público e

investimento, dada a importância destes últimos para a sustentação do crescimento econômico, sobretudo nos países em desenvolvimento.

melhorias ao sistema de arrecadação - via redução do efeito Olivera-Tanzi, melhor controle da evasão fiscal, etc. Contudo, devemos ressaltar que, a despeito da estabilização macroeconômica funcionar como um elemento facilitador do ajuste fiscal, isoladamente, ela não pode ser tomada como garantia da realização do mesmo.

A trajetória da dívida pública é outro elemento importante para o mecanismo de formação das expectativas dos agentes sobre o processo inflacionário. De acordo com Blanchard (1990), os governos devem manter o déficit e o endividamento públicos em níveis "sustentáveis", contribuindo para a formação de expectativas positivas sobre a capacidade de solvência do setor público ao longo do tempo. Na definição do autor, este conceito de sustentabilidade implica a preservação de uma relação entre os valores presentes de receitas e despesas fiscais capaz de manter a razão dívida pública/PIB estável a longo prazo.

Deve-se notar que o nível ótimo desta razão é relativo, sendo definido em função de metas de política econômica. Consideradas as características do financiamento da dívida pública vigentes em cada caso específico, tal nível deve visar a preservação de expectativas de equilíbrio macroeconômico¹⁴.

Não há como negar que a questão do endividamento público torna-se um problema quando assume proporções (em termos da razão dívida/PIB) capazes de ameaçar a confiança depositada pelos agentes na capacidade do governo em honrar seus compromissos em um horizonte temporal mais longo. No entanto, a manutenção de uma razão dívida/PIB estável ao longo do tempo deve incorporar a relação entre a implementação de políticas de estabilização e seus reflexos sobre a evolução da própria taxa de crescimento do produto. Em termos formais,

¹⁴ Os conceitos de déficit operacional e primário excluem, respectivamente, os pagamentos de correção monetária e de juros reais das despesas do setor público.

¹⁵ O próprio autor reconhece as dificuldades de definir qual seria a razão dívida/PIB ideal para a manutenção do equilíbrio macroeconômico. No caso brasileiro, muito embora seja possível afirmar que esta razão é baixa em comparação a outras economias, é necessário levar em conta que o financiamento da dívida pública ocorre essencialmente no curtíssimo prazo, fato este que torna as expectativas dos agentes extremamente sensíveis às inter-relações entre as variáveis fiscais e monetárias.

pode-se sugerir a seguinte representação para a dinâmica da relação dívida pública/produto interno bruto, a qual desconsidera os ganhos de senhoriagem, que podem ser relevantes no primeiro momento da desinflação (ver também Ewijk, 1991, p.4):

$$\Delta D = G - T - Pr + iD$$

onde:

D = estoque total nominal da dívida pública (interna e externa);

ΔD = variação do estoque nominal da dívida;

G = total de gastos correntes do governo (exceto juros);

T = receita tributária líquida;

Pr = receitas de privatização ou, mais genericamente, receitas decorrentes de variações patrimoniais; e

i = taxa nominal de juros incidente sobre o estoque total da dívida pública;

Mensurando estas variáveis através de sua relação com o Produto Interno Bruto, temos:

$$\Delta \left[\frac{D}{Y} \right] = \frac{G - T - Pr + iD}{Y} - \left[\frac{D}{Y} \frac{\Delta Y}{Y} \right]$$

onde:

Y = Produto Interno Bruto em termos nominais.

Finalmente, incorporando a inflação à análise, temos:

$$\Delta d = g - t - pr + (i - \pi)d - \gamma \cdot d$$

onde:

as letras minúsculas denotam a relação das variáveis com o PIB;

π = taxa de inflação; e

γ = taxa de crescimento do PIB real (ou seja, $\frac{\Delta Y}{Y} = \pi + \gamma$).

Esta representação demonstra a importância de se manter taxas reais de juros e taxas de crescimento do produto interno compatíveis com o objetivo de estabilizar, a longo prazo, a razão dívida/PIB. A presença de receitas de privatização na equação deve ser considerada com cautela, visto que seu efeito sobre o estoque da dívida tende a zero no longo prazo. Daí a

importância de salientar o limitado impacto do processo de privatização na estabilização da trajetória de endividamento público. A relevância fiscal das privatizações consiste na possibilidade de uma redução, *once and for all*, do estoque da dívida, capaz de contribuir significativamente para a diminuição das taxas de juros reais a longo prazo. Isto pois, ainda que as receitas de privatização tendam a ser eliminadas ao longo do tempo, tal abatimento do estoque da dívida pública acaba por contribuir com a queda sustentada dos fluxos de gastos, minimizando o componente financeiro das despesas.

Da análise da equação acima, depreende-se que a adoção de uma política de estabilização que conduza a uma elevação da taxa de juros real acima da taxa de crescimento do PIB exigiria um superávit primário ($t - g$) suficientemente grande para compensar os efeitos da elevação dos juros sobre os encargos financeiros da dívida mobiliária, a fim de manter estável a relação dívida/PIB. Porém, a manutenção das taxas de juros reais em patamares elevados reduz o nível de atividade econômica de maneira direta e, de maneira indireta, as receitas do governo. Supondo dada a carga tributária como fração (t) do produto, as baixas taxas de crescimento, ocasionadas pela alta dos juros, restringem a arrecadação tributária, dificultando a geração do superávit primário necessário para assegurar uma relação dívida/PIB estável. E é por razões como esta que um programa de estabilização que incorpore uma elevação dos juros, com impactos recessivos, acaba por dificultar o ajustamento fiscal.

Nesse sentido, a discussão feita no tópico anterior sobre os impactos da adoção de cada um dos regimes cambiais ganha relevância. Como já afirmamos anteriormente, a estabilização da taxa nominal de câmbio é fator essencial para o sucesso de um programa de estabilização. Contudo, ela por si só não garante a transição do período de desinflação para um ambiente de estabilidade de longo prazo, pois essa transição pressupõe a solução dos desajustes fiscal e financeiro do setor público como forma de garantir que o endividamento público não entre numa trajetória explosiva.

Conclui-se assim, que a adoção de um programa de estabilização pautado num regime de paridade cambial fixa (ou um regime de bandas cambiais), no contexto de um país em desenvolvimento, impõe a necessidade de execução de um *mix* de política macroeconômica que pode resultar numa contradição entre a estabilidade externa (redução da volatilidade cambial) e a estabilidade interna (ajuste fiscal e financeiro do Estado). A sustentação de uma política de paridade cambial fixa (ou de bandas cambiais), se exigir uma política monetária de altas taxas de juros, pode tornar-se inconsistente com os objetivos da política fiscal relacionados à redução do déficit e estabilização da dívida pública. O atingimento de tais metas fiscais pode ser amplamente dificultado num ambiente onde prevaleçam um estoque relativamente alto de dívida financiada a curto prazo, elevadas taxas de juros e baixas taxas de crescimento econômico. A consolidação de um processo de estabilização, ao contrário, exige a convergência de objetivos da política macroeconômica, a fim de que se possa atingir um efetivo ajustamento tanto do setor externo quanto do interno, no caso deste último, especialmente no que diz respeito às dificuldades fiscais e financeiras dos Estado.

O grande dilema enfrentado pelas economias em desenvolvimento é que, além das possíveis dificuldades para alcançar a convergência entre as políticas macroeconômicas apontadas acima, o processo pode ser dificultado pela crescente volatilidade observada no mercado financeiro internacional, que tende a deteriorar as condições de financiamento desses países. Com isso, o processo de estabilização é mais longo e custoso, comparativamente à uma situação na qual fosse possível contar com fluxos mais estáveis de financiamento externo no período de transição para a estabilidade. Isto porque, quanto maior a necessidade de manutenção de elevadas taxas de juros domésticas, mais intensa a contradição que se coloca na busca simultânea de estabilidade interna e externa.

Em síntese, da análise acima podemos concluir que é coerente com o arcabouço teórico pós-keynesiano a adoção de estratégias de estabilização caracterizadas pela seguinte sequência:

- no período de desinflação a ênfase é dada à reversão rápida das expectativas de depreciação cambial e/ou desindexação;
- ao longo do processo de consolidação da estabilização, a política econômica deve buscar equacionar a contradição potencialmente existente entre os objetivos das políticas interna e externa através: (i) da obtenção de consistência inter-temporal das contas fiscais; (ii) da reestruturação dos mecanismos de financiamento público e privado e (iii) da constituição de condições para o crescimento sustentado.

Assim, o sucesso da transição do período de desinflação para o de estabilidade consolidada seria materializado pelo retorno à convenção da estabilidade, manifesta na prática de relações contratuais de longo prazo em moeda nacional. Tal ambiente mostra-se como condição indispensável à constituição de uma trajetória de crescimento sustentado, o qual, por sua vez, tende a dar maior solidez à própria estabilização macroeconômica.

CAPÍTULO II

ANTECEDENTES DO PLANO REAL

O objetivo principal deste capítulo é analisar as origens do processo inflacionário brasileiro a partir da crise dos anos 80, assim como as principais experiências de estabilização que precederam o Plano Real desde aquele período. Segundo cremos, tal investigação se faz necessária na medida em que uma avaliação dos antecedentes do Plano Real traz luz à discussão sobre a adequação dos instrumentos de política econômica utilizados no atual programa de estabilização, instrumentos estes que serão objeto de uma reflexão mais detalhada no Capítulo III.

Podemos detectar no programa de estabilização do Real indicadores de aprendizado em relação às principais tentativas de estabilização que o precederam nos anos 80 e início dos 90 - os planos Cruzado e Collor. Isto fica claro, por exemplo, quando analisamos a utilização que os formuladores do Plano Real fizeram de elementos do receituário heterodoxo, em particular aqueles que se originam na tradição inercialista, com destaque para a utilização da URV (um indexador pleno) como instrumento auxiliar na preparação da reforma monetária. A despeito da importância destes elementos, diretamente herdados dos planos de estabilização anteriores, pode-se inferir que a ausência de políticas de renda, congelamentos de preços e/ou ativos financeiros, nos moldes do que foi feito nos planos Cruzado e Collor, deve ser atribuída ao aprendizado dos gestores da política econômica diante do fracasso daquelas experiências.

Apesar do sucesso obtido pelo Plano Real em seus objetivos de curto prazo ao longo do período 1994-1997, quais sejam, a quebra do regime de alta inflação e a manutenção de relativa estabilidade das principais variáveis macroeconômicas, a superação de alguns obstáculos estruturais à consolidação da estabilidade com retomada do crescimento econômico ainda está longe de ser obtida. Deste modo, acreditamos que a análise das dificuldades

enfrentadas pela economia neste terreno ao longo da década de 80 e início dos 90 é bastante elucidativa para uma avaliação do grau de dificuldade que o equacionamento destas questões poderá impor ao país, mesmo após a queda abrupta do patamar inflacionário que se verificou com o Plano Real.

Em resumo, a partir de uma análise *ex-post* das origens do regime brasileiro de alta inflação dos anos 80 e 90 e dos principais programas de estabilização implementados no mesmo período, pretendemos reunir subsídios para uma correta avaliação dos obstáculos ainda presentes no período de transição entre a desinflação e a obtenção da efetiva estabilidade econômica no âmbito do Plano Real.

II.1 A Dinâmica do Processo Inflacionário Brasileiro

Podemos afirmar que o processo inflacionário vivido pela economia brasileira durante a década de 80 e início dos anos 90 surge como desdobramento das dificuldades enfrentadas pelo país após a eclosão da "crise das dívidas externas" que se seguiu à moratória mexicana em agosto de 1982. Os reflexos dessa crise se materializaram num forte desequilíbrio externo e do setor público brasileiro que comprometeram a sustentabilidade do crescimento econômico a taxas equivalentes às verificadas a partir da segunda metade dos anos 60 e ao longo dos anos 70. Como consequência, mesmo após a estabilidade dos preços decorrente da implantação do Plano Real, as dificuldades de retomar o crescimento sustentado ainda perduram, passados cerca de quatro anos desde o início do programa.

Pode-se afirmar que a estratégia utilizada pelo Brasil, desde o final dos anos 70, para reequilibrar suas contas externas e continuar fazendo frente aos encargos da dívida externa foi responsável por uma gradual transferência do ônus do passivo externo às contas públicas,

afetando *pari passu* estoques e fluxos de endividamento interno e iniciando o que viria a ser a completa fragilização fiscal e financeira do setor público ao longo da década passada.

A partir de 1982, os países endividados como o Brasil sofreram uma forte reversão em seus fluxos de capitais. Como resultado da crise cambial, a economia brasileira deixou de contar com ingressos voluntários de recursos externos, passando a uma situação de exportadora líquida de capitais. Isso se deu na medida em que a crise de inadimplência inibiu a entrada de "dinheiro novo", paralelamente à necessidade do país de fazer frente ao serviço de uma dívida externa que crescia continuamente por conta da elevação e volatilização dos juros internacionais.

Assim, podendo contar cada vez menos com o aporte do financiamento estrangeiro para equilibrar seu balanço de pagamentos, a solução encontrada internamente para sanar o desequilíbrio do setor externo apoiou-se na realização de uma programação compulsória das contas externas, que tinha por objetivo gerar resultados comerciais crescentemente positivos como forma de compensar a saída líquida de recursos destinados ao serviço da dívida externa. Esta tentativa de equacionamento da crise cambial colocou-se, igualmente, como um fator de restrição ao crescimento na medida em que a contenção da demanda agregada doméstica impôs-se como elemento indispensável à geração dos superávits comerciais.

A política adotada, já em finais de 1982, para viabilizar a transferência líquida de recursos ao exterior consistiu, basicamente, (i) na promoção de uma recessão interna, como forma de rebaixar os níveis de absorção doméstica; (ii) na depreciação da moeda nacional, sobretudo após a "maxi-desvalorização" no início de 1983, que buscava modificar os preços relativos em favor dos *tradebles*; e (iii) numa tentativa de desindexação salarial parcial, também em 1983, a fim de conter os custos internos, procurando estimular as vendas no mercado externo através da elevação da relação câmbio-salário.

Contudo, tal estratégia encerrava um forte comprometimento do setor fiscal, abrangendo várias dimensões que viriam acentuar os desequilíbrios já existentes e conduzir o país a um processo de deterioração das expectativas e de acirramento da inflação, tornando-a um processo crônico.

Em primeiro lugar, os níveis de renúncia fiscal direta, que serviram como estímulo à atividade exportadora, foram significativos no início dos anos 80, mantendo-se ao longo de toda a década, ainda que com importância relativa decrescente (ver Bontempo, 1989).

Um segundo e mais importante elemento diz respeito ao chamado "processo de estatização da dívida externa", o qual constituiu-se progressivamente desde meados dos 70, e foi responsável pela ampliação da participação estatal no total da dívida externa brasileira. Este processo ocorreu basicamente através da centralização pelo Estado dos passivos externos como forma de desonerar o setor privado do risco cambial oriundo da política macroeconômica de incentivo à geração de superávits comerciais, via depreciação da moeda nacional.

Contudo, a partir de um ponto de vista macroeconômico amplo, tal estratégia de condução da política cambial teve resultados ambíguos. Muito embora não se possa negar seu papel como fator de estímulo à geração de saldos comerciais positivos, as depreciações, somadas à estatização da dívida externa, resultaram num progressivo comprometimento da capacidade de financiamento do setor público brasileiro. Sendo o Estado o maior detentor de passivos em moeda estrangeira, e estando sua arrecadação atrelada à moeda nacional, a política de depreciação cambial onerava pesadamente as contas públicas ao elevar, *pari passu*, o passivo estatal em moeda nacional. Mais ainda, a necessidade de adquirir as divisas geradas pelo setor privado constituiu-se em um elemento adicional de ampliação do passivo doméstico do governo brasileiro (ver Cruz, 1993).

A escassez de financiamento externo, somada ao forte impacto da política cambial sobre as contas públicas, forçaram o Estado brasileiro a uma estratégia de ampliação de seu endividamento interno, sob pena de total descontrole fiscal e monetário. No entanto, esta alternativa de financiamento só foi viabilizada através de instrumentos financeiros que contavam com cláusulas de indexação bastante aperfeiçoadas, com uma presença crescente de títulos públicos pós-fixados e prazos de maturação cada vez mais curtos. Com a deterioração das condições de financiamento do setor público, foi sendo introduzido um prêmio de risco crescente sobre os créditos tomados pelo Estado e, desta forma, a componente financeira dos gastos públicos assumiu proporções que inviabilizavam o reequilíbrio fiscal.

Assim, a obrigatoriedade de obtenção de financiamento junto ao setor privado doméstico e a deterioração das condições de risco da dívida pública impuseram ao governo a necessidade de emissão de títulos com liquidez crescente e o pagamento de juros também crescentes. Como resultado, a elevação da participação do Estado como tomador no sistema de crédito doméstico contribuiu para acentuar características do sistema financeiro nacional, tais como, a concentração em operações de curto prazo e a prática de elevados prêmios de risco.

Em resumo, a eclosão da crise externa em princípios dos anos 80 e a conseqüente transferência das fontes de financiamento do Estado brasileiro de recursos externos para o mercado interno, num contexto de inflação crônica, foram responsáveis pela vulnerabilização crescentemente do setor público. Isto ocorreu na medida em que o financiamento junto ao setor privado só se viabilizava através de créditos de curto prazo, rolados a uma taxa de juros nominal em elevação. Como afirma Baer (1993, cap.3), esta soma de fatores transformou o endividamento do setor estatal em um processo de *Ponzi finance*.

Paralelamente, o processo contínuo de depreciações cambiais foi responsável pela deterioração das expectativas dos agentes quanto à trajetória das demais variáveis chave da

economia. Como foi discutido no Capítulo I, a estabilidade cambial é fundamental para a sustentação da confiança, por parte dos agentes, em torno da manutenção do valor da moeda doméstica. Num cenário como o brasileiro dos anos 80, no qual tanto as taxas de câmbio quanto as taxas de juros experimentaram expressiva instabilidade, configurava-se uma situação na qual o processo de formação das expectativas afastava-se significativamente daquilo que Keynes chamou convenção de estabilidade. Tal deterioração do estado de confiança nas expectativas teve rebatimentos relevantes sobre o processo de formação de preços e, conseqüentemente, sobre o próprio processo inflacionário brasileiro.

As restrições às importações, impostas como elemento auxiliar na tentativa de geração de superávits comerciais, criaram um ambiente favorável às elevações defensivas dos *mark-ups* devido à proteção gerada em favor da produção doméstica. Adicionalmente, as condições vigentes no mercado financeiro, onde prevaleciam alta liquidez e elevadas taxas de juros, introduziram um forte elemento especulativo na formação de preços. Como regra, as empresas passaram a adotar estratégias de desendividamento líquido, baseadas em *mark-ups* elevados, com vistas à obtenção de lucros não-operacionais através da realização de operações financeiras lastreadas em títulos públicos (ver também, Almeida, 1994).

Paralelamente, a generalização dos mecanismos de indexação assumiu o papel de componente convencional da formação das expectativas, evitando a eclosão de um processo tipicamente hiperinflacionário. Assim, graças à existência da moeda indexada, o regime brasileiro de alta inflação não resultou numa fuga completa da moeda nacional, típica do processo de dolarização, como se observou em alguns países latino-americanos. Porém, os mecanismos formais de indexação tampouco foram suficientes para impedir a volatilização do componente prospectivo da formação das expectativas dos agentes. Conseqüentemente, a formação dos preços passou a ser pautada através de regras de *mark-ups* flutuantes como uma

estratégia de antecipação e defesa contra um cenário de crescente deterioração dos principais indicadores macroeconômicos (ver Tavares & Belluzzo, 1986).

Assim, a economia brasileira foi marcada, durante toda a década de 80 e início dos anos 90, pelo convívio prolongado com taxas elevadas de inflação, possibilitado pela generalização dos mecanismos de indexação. Estes, por sua vez, permitiram que as distorções geradas pelo processo inflacionário se tornassem cada vez mais arraigadas no comportamento dos agentes econômicos, dificultando seu combate. Ao longo desses anos, tal quadro foi interrompido apenas temporariamente, na ocasião de algumas tentativas de estabilização, cujos resultados, porém, não foram além da constituição de períodos relativamente curtos de desinflação.

II.2 Uma Breve Apreciação dos Planos Cruzado e Collor

O Plano Cruzado e a "Síntese Heterodoxa"

Uma das características mais marcantes da estratégia de estabilização posta em prática no Brasil em fevereiro de 1986 refere-se à mescla de elementos teóricos originados em duas diferentes correntes heterodoxas. Neste sentido, a concepção do Plano Cruzado foi influenciada decisivamente pela abordagem inercialista do processo inflacionário brasileiro, mas contou também com a presença de importantes elementos oriundos da corrente pós-keynesiana.

Previamente à implementação do programa de estabilização, em finais de 1985, o governo promoveu, sob a orientação inercialista, uma preparação da economia para o "choque heterodoxo", a qual baseou-se em dois elementos centrais:

- (i) uma tentativa de reforma fiscal, levada a efeito com o objetivo de reduzir o déficit público através da elevação da arrecadação e dos preços públicos e diminuição da evasão fiscal (para maiores detalhes ver Baer, 1993, p. 141 e segs.); e
- (ii) o atrelamento da economia a um indexador único (o IPCA¹⁶ da FIBGE), que passou a referenciar tanto as correções das aplicações financeiras, quanto os reajustes salariais e cujo objetivo era eliminar a descoordenação de reajustes e permitir o máximo de equilíbrio de preços relativos.

Através desses ajustes esperava-se que, na ocasião da implementação do plano, a economia estivesse atravessando uma fase de equilíbrio distributivo.

As principais medidas adotadas no âmbito do Plano Cruzado foram as seguintes:

- (i) realização de uma reforma monetária que substituiu o cruzeiro pelo cruzado à paridade de mil para um. Essa regra era aplicável a todos os meios de pagamento, depósitos em caderneta de poupança e demais aplicações financeiras, assim como às contas do FGTS e PIS/PASEP;
- (ii) congelamento dos preços, por tempo indeterminado, nos níveis vigentes em 27/02/86;
- (iii) adoção de uma política de conversão dos salários para a nova unidade monetária tomando-se por base o poder de compra real médio dos salários nos seis meses anteriores ao plano. Foram também concedidos abonos salariais de 8% para os salários em geral e de 16% para o salário mínimo;
- (iv) introdução da chamada escala móvel de salário, que consistia numa política de reajustes automáticos de salários sempre que a inflação acumulada ultrapassasse 20%;
- (v) proibição da existência de cláusulas de correção monetária em contratos com período de vigência inferior a um ano, exceto no caso das cadernetas de poupança e dos saldos do FGTS

¹⁶ Com a introdução do Plano Cruzado, o IPCA teve sua base deslocada para 28/02/86, passando a ser denominado de IPC (índice de preços ao consumidor). Essa alteração objetivava evitar que o IPCA registrasse uma inflação positiva no primeiro mês de congelamento, a despeito da queda no nível de preços nesse período (ver Modiano, 1990).

do PIS/PASEP. Os contratos com prazo superior a um ano poderiam sofrer reajustes vinculados à OTN;

(vi) conversão dos contratos com cláusulas de juros pós-fixados estabelecendo-se que, após a eliminação da correção monetária, os percentuais contratados acima desta seriam transformados em taxas de juros nominais em cruzados;

(vi) criação de uma tabela de conversão diária para os contratos firmados com taxas de juros pré-fixadas, na qual estava embutida uma depreciação da antiga moeda (o cruzeiro) de 0,45% ao dia - o que correspondia à média diária da inflação entre dezembro de 1985 e fevereiro de 1986 (ver Modiano, 1990); e

(vii) conversão dos aluguéis e prestações do Sistema Financeiro da Habitação pelo valor real médio dos últimos 12 meses.

Em conformidade com os preceitos inercialistas, tais medidas visavam evitar a ocorrência de redistribuições de renda por ocasião da reforma monetária, garantindo que a implementação do plano se configurasse como um "choque neutro".

No que se refere à presença de elementos pós-keynesianos na concepção do Plano Cruzado, observamos uma clara preocupação com a estabilização do processo de formação das expectativas, levada a cabo através do controle sobre duas variáveis chaves: câmbio e juros. Ao longo dos primeiros meses do Plano Cruzado, enquanto a estratégia de estabilização parecia bem sucedida, a paridade cruzado-dólar foi mantida estável em termos nominais, a despeito da existência de uma inflação "residual" próxima a 1% ao mês (ver Tabela II.2). Quanto à taxa de juros nominal, esta foi mantida em níveis bastante reduzidos no primeiro ano do programa de estabilização, a fim de contribuir com a redução das atividades rentistas e garantir a geração de condições para o crescimento econômico (ver Tabela II.1). Caso os agentes incorporassem expectativas de estabilidade sustentada das principais variáveis

macroeconômicas, esperava-se que os *price makers* deixassem de adotar elevações preventivas das margens de lucro, a fim de assegurarem a obtenção dos *mark-ups* desejados.

Tabela II.1

**Taxas de Juros Nominais e Reais no
Primeiro ano do Plano Cruzado**
(janeiro a dezembro/1986)

Período	(% a.m.)			
	Nominais		Reais *	
	Overnight	CDB	Overnight	CDB
1986 jan	16,79	18,04	0,44	1,56
fev.	15,98	16,12	-0,42	1,54
mar.	1,22	1,51	1,38	1,62
abr.	1,28	1,57	0,50	0,78
mai.	1,23	1,76	-0,17	0,36
jun.	1,27	1,78	0,00	0,50
jul.	1,95	2,15	0,75	1,04
ago.	2,57	2,71	0,88	1,01
set.	2,94	3,04	1,20	1,30
out.	1,96	3,31	0,06	1,38
nov.	2,37	4,96	-0,89	1,62
dez.	5,47	9,49	-1,68	2,07

* Deflacionada pelo IPC.

Fonte: Marques, M.S.B. (1988), p.119.

Também não foram traçadas diretrizes explícitas para a condução das políticas monetária e fiscal ao longo do processo de estabilização. A remonetização da economia deveria ser acompanhada de um monitoramento das taxas de juros, sem que fossem fixadas metas de expansão de agregados monetários ou da oferta de crédito. Conforme Mendonça de Barros (1993), num contexto institucional como o que precedeu o Plano Cruzado, no qual havia se generalizado o uso da moeda indexada, a visão dos *policy makers* era de que a política monetária havia perdido sua operacionalidade. Num quadro de perda da eficácia da política monetária, os formuladores do programa de estabilização acreditavam que o sucesso do plano somente se efetivaria no caso em que a redução brusca da inflação possibilitasse um

reordenamento do mercado financeiro, com a progressiva ampliação das operações de perfil mais alongado e a recuperação da capacidade de gestão da política monetária. Tal fato justificava a opção pela não formulação de diretrizes mais rígidas para a política monetária, deixando que a remonetização ocorresse sem o estabelecimento de uma programação prévia.

Efetivamente, a queda acentuada da inflação levou a uma rápida recomposição por parte do público de seu estoque de moeda, ampliando a demanda pela mesma. Contudo, de acordo com Mendonça de Barros (1993), essa recomposição do *portfolio* dos agentes significou a migração de uma considerável parcela do estoque de moeda indexada para depósitos à vista. Tal movimento ampliou sobremaneira a capacidade de expansão do crédito do sistema financeiro, já que os percentuais de depósitos compulsórios incidentes sobre a moeda indexada e os depósitos à vista eram distintos - o depósito compulsório sobre a moeda indexada era de 100% e sobre os depósitos à vista de apenas 38%. O autor afirma que, na época, já havia a percepção de que essa transferência de uma parcela significativa dos passivos das instituições financeiras de uma modalidade sujeita a um compulsório de 100% para uma outra, sujeita a um compulsório bastante inferior, poderia ocasionar uma ampliação excessiva da oferta de crédito. Devido a essa percepção, alguns membros da equipe econômica defendiam a elevação do depósito compulsório sobre os depósitos à vista como forma de evitar que as alterações de comportamento do público, ocasionadas pela redução da inflação, possibilitassem uma explosão da oferta de crédito. Contudo, tal alteração na estrutura de compulsórios acabou não sendo implementada.

Assim, a conjunção de fatores como a queda brusca da inflação (e os efeitos redistributivos dela decorrentes), a permanência das taxas de juros em patamares bastante baixos em termos nominais (chegando a atingir valores negativos em termos reais em alguns momentos, como se pode ver na Tabela II.1) e a ampliação da capacidade de geração de crédito advinda do processo de remonetização, determinou uma explosão da atividade

econômica interna logo nos primeiros meses do plano, fato que viria a comprometer seu sucesso logo depois. Cabe ressaltar que a forma como foi conduzida a remonetização no Plano Cruzado, permitindo uma expansão excessiva da oferta de crédito e da atividade econômica, elementos decisivos na determinação do fracasso do programa de estabilização, constituiu-se em um elemento de aprendizado para a gestão da política monetária do Plano Real, a qual será discutida em detalhes no Capítulo III.

Outro efeito importante do processo de remonetização esteve ligado ao financiamento do déficit público através de emissão monetária. A ampliação da demanda por moeda ocorrida nos primeiros momentos do Plano Cruzado possibilitou uma ampliação do financiamento monetário do déficit público, reduzindo o custo da dívida mobiliária. Essa utilização do financiamento monetário teve papel importante na determinação do resultado fiscal no primeiro ano do plano¹⁷, haja vista que o ajuste fiscal de finais de 1985, que antecedeu a introdução do plano, foi insuficiente para equilibrar as contas do governo.

Com é bem conhecido, o sucesso do plano no combate à alta de preços teve fôlego curto e as taxas de inflação se elevaram rapidamente a partir de novembro de 1986 (ver Tabela II.2). A forte expansão do consumo nos primeiros meses do plano acabou por levar à prática de retenção de produtos pelo comércio e de cobrança de ágio sobre os preços tabelados. Adicionalmente, desenvolveram-se rapidamente técnicas de “maquiagem” de produtos como forma de burlar o congelamento de preços. Por outro lado, a manutenção de baixas taxas nominais de juros, num contexto onde a tendência da inflação era de elevação, levou à ocorrência de taxas de juros reais negativas já nos primeiros meses de vigência do Plano Cruzado. Com a queda da remuneração dos ativos financeiros, multiplicaram-se os incentivos à

¹⁷ Para uma análise mais detalhada dos impactos da remonetização sobre o financiamento do setor público no primeiro ano do Plano Cruzado ver Baer (1993), pp. 155-156.

especulação com ativos reais, gerando retenção de estoques e escassez em diversos pontos das cadeias produtivas.

As explicações encontradas na literatura para o fracasso do Plano Cruzado variam muito. No campo inercialista, por exemplo, encontramos a crítica à inadequação do momento de introdução do plano. Isto porque os adeptos desta corrente teórica acreditam que o congelamento de preços foi aplicado em um momento em que se ampliava a dispersão dos preços relativos, contrariando a prescrição inercialista de combate à inflação que sugere a desindexação em momentos de relativo equilíbrio distributivo. Nesse sentido, algumas medidas adotadas com o plano não respeitaram a premissa básica da neutralidade distributiva, como foi o caso da política de conversão em cruzados dos preços e tarifas públicas. Em desacordo com a lógica inercialista, a conversão dos preços públicos para a nova moeda não se deu a partir da média real desses preços nos últimos meses que antecederam o congelamento, mas sim com base em seus valores vigentes à época do mesmo, momento no qual estavam bastante defasados. Outro fator que desrespeitou o preceito da neutralidade distributiva foi a concessão do abono salarial, medida de cunho estritamente político que foi responsável por uma distribuição de renda no momento de introdução do plano. Adicionalmente, a adoção da política de reajuste salarial através da utilização da escala móvel levou a uma endogenização da indexação salarial, já que a periodicidade dos reajustes passava a ser determinada pela própria taxa de inflação. Na concepção inercialista, esse mecanismo foi responsável pela introdução de choques aceleradores da inflação¹⁸.

Outro ponto importante diz respeito às medidas relativas à desindexação da economia. A permanência da indexação das contas de caderneta de poupança, PIS/PASEP e FGTS, assim como a permissão de cláusulas de indexação vinculadas à OTN em contratos com prazos superiores a um ano, demonstravam que a economia não tinha sido plenamente



desindexada. Nesse sentido, a criação das LBCs no segundo semestre de 1986 significou um retorno a indexação formal da economia através da indexação no mercado financeiro, o que abriu caminho para a volta à moeda indexada (ver Mendonça de Barros, 1993).

Tabela II.2

**Índice Nacional de Preços ao Consumidor e
Taxa de Câmbio Cruzado/Dólar
(fevereiro/1986 a fevereiro/1987)**

Período	INPC Variação Percentual	Taxa de Câmbio	
		Cotação Cz\$/US\$	Variação Percentual
1986 fev.	12,47	13,84	-
mar.	3,13	13,84	0,00
abr.	0,43	13,84	0,00
mai.	1,08	13,84	0,00
jun.	0,97	13,84	0,00
jul.	0,91	13,84	0,00
ago.	1,43	13,84	0,00
set.	1,19	13,84	0,00
out.	1,43	14,09	1,80
nov.	3,29	14,19	0,71
dez.	7,27	14,89	4,93
1987 jan.	16,82	16,53	11,01
fev.	13,94	19,79	19,72

Fonte: Conjuntura Econômica, diversos números.

As principais críticas pós-keynesianas ao Plano Cruzado enfatizam a dificuldade do programa de combate à inflação em manter um ambiente de estabilidade das expectativas que favorecesse a realização de reformas estruturais na economia capazes de possibilitar a retomada do crescimento sustentado e o fim do caráter especulativo do *pricing*.

Nesse sentido, a gestão das políticas cambial e monetária não logrou sucesso na tentativa de sustentar expectativas de estabilidade da paridade cambial e do nível das taxas de juros. Essa incapacidade de melhorar o estado de confiança nas expectativas se fez sentir rapidamente no processo de formação dos preços com a retomada das pressões inflacionárias.

¹⁸ Para uma síntese da autocrítica inercialista, ver Modiano (1988, capítulo 11).

Poucos meses após a introdução do plano, verificou-se uma significativa valorização¹⁹ cambial real devido à persistência da inflação interna. Tal valorização do cruzado num contexto de expansão da demanda agregada, aliada à necessidade permanente de envio de recursos financeiros ao exterior e à escassez de ingresso de novos financiamentos, foi deteriorando gradativamente a situação do balanço de pagamentos e obrigou o governo a desvalorizar o cruzado em finais de 1986 (ver Tabela II.2), o que abriu caminho para uma escalada de novas desvalorizações e a volatilização cambial, com o descongelamento da taxa de câmbio nominal já em outubro de 1986.

Cabe ressaltar que a política econômica do Plano Cruzado, em momento algum foi capaz de obter a plena confiança dos agentes econômicos quanto a sua sustentabilidade a longo prazo. Deste modo, já nos primeiros momentos do programa de estabilização, ocorreram movimentos especulativos que reforçaram sua fragilidade. Tais movimentos foram responsáveis pelo desencadeamento de reações defensivas na fixação das margens de lucro e pelo retorno à indexação enquanto elemento convencional de *pricing*, reacendendo a escalada inflacionária.

Com o retorno da instabilidade da moeda nacional, como afirma Carneiro (1991), as expectativas de depreciação cambial passaram a se refletir em elevação da inflação e esta, por sua vez, em expectativas de novas depreciações por conta da contínua escassez de divisas, dados os compromissos externos do país. As expectativas de depreciação cambial e ascensão da inflação também elevavam e volatilizavam as taxas de juros, na medida em que o aumento

¹⁹ Utilizamos o termo “valorização” na análise da política cambial dos primeiros meses do Plano Cruzado por considerarmos que o regime cambial adotado foi o de taxas fixas. Os termos “apreciação” e “depreciação cambial” são utilizados quando o regime é de taxas flexíveis. Em um regime de bandas cambiais, como o adotado no Mecanismo de Taxas de Câmbio europeu, dado que as paridades foco são fixas, empregam-se os termos “valorização” e “desvalorização”. Esta convenção é adotada, entre outros, por Blanchard (1997). No caso dos regimes cambiais adotados no Brasil após a criação do real (banda assimétrica até março de 1995 e bandas cambiais após esta data), adotaremos a mesma convenção usada para o regime europeu, a despeito do fato de que as bandas cambiais no Brasil podem ser modificadas por uma decisão unilateral das autoridades monetárias.

da inflação deteriorava a situação das contas públicas. Isto se dava devido às dificuldades crescentes de financiamento doméstico no mercado de títulos públicos, no qual prevalecia um ambiente de grande incerteza. Assim, na tentativa de se financiar internamente, o governo viu-se obrigado a retomar o esquema de elevação contínua das taxas de juros internas, tornando novamente explícita sua fragilidade financeira.

Portanto, dentro de uma análise pós-keynesiana, tanto a retomada dos mecanismos de indexação quanto a deterioração das condições de financiamento do setor público foram o resultado do fracasso do plano em transitar da fase de desinflação para um período de efetiva estabilidade, uma vez que não se consolidaram as condições necessárias para a estabilização e o crescimento sustentado a longo prazo.

O Primeiro Plano Collor: do choque à ortodoxia

Quando da edição do Plano Collor, em março de 1990, o país passava por um processo de aceleração inflacionária sem precedentes. O descrédito em relação ao governo e o somatório de tentativas de estabilização mal sucedidas no passado, ajudaram a desenhar um quadro de extrema deterioração das expectativas. O processo de formação dos preços já deixava de simplesmente projetar a inflação futura a partir da passada e passara a incorporar crescentes prêmios de risco sobre os índices dos períodos anteriores. Em termos teóricos, pode-se dizer que mesmo a indexação perdera sua funcionalidade enquanto elemento convencional de *pricing*. Com isso, a alta dos índices de preços passou dos cerca de 50% mensais em dezembro de 1989 para uma taxa de mais de 80% em março de 1990, às vésperas do plano (ver tabela II.3, abaixo).

Tal quadro de deterioração do processo de formação das expectativas dos agentes parece ter influenciado decisivamente a rejeição de uma estratégia de combate gradual à inflação. Assim, o governo optou por uma reforma monetária baseada em um corte drástico no

estoque dos meios de pagamento, com vistas a gerar uma ruptura completa em relação ao quadro de aceleração inflacionária anterior ao plano e modificar radicalmente o ambiente de formação dos preços.

A seguir detalhamos o conjunto de medidas no qual o Plano Collor se baseou. Vale ressaltar que dentro deste conjunto podemos distinguir medidas de mais curto prazo, ligadas diretamente ao combate à inflação, assim como medidas relativas às reformas estruturais que o programa considerava fundamentais para a estabilização de longo prazo.

Medidas de curto prazo:

- (i) implementação de uma reforma monetária que criou o cruzeiro em substituição ao cruzado novo. Foi estabelecida uma regra de conversão entre as duas moedas de um para um. Contudo, nem todo o estoque de ativos financeiros poderia ser convertido imediatamente. As regras de conversão foram as seguintes: 100% do papel moeda em poder do público poderia ser convertido imediatamente; um limite até Cr\$ 50 mil dos saldos dos depósitos à vista e cadernetas de poupança; Cr\$ 25 mil ou 20% do saldo total (o que fosse maior) das aplicações em *overnight* e contas remuneradas; e 20% do total dos saldos dos fundos e depósitos à prazo. O restante dos ativos ficariam bloqueados por 18 meses, período no qual receberiam a remuneração de 6% a.a. além da correção monetária;
- (ii) adoção de um congelamento de preços por tempo indeterminado;
- (iii) substituição do regime de “mini-desvalorizações” diárias do câmbio por um regime de câmbio flutuante;
- (iv) adoção de uma política fiscal que pretendia produzir um superávit operacional de 2% do PIB em 1990 através da elevação de alguns impostos (IOF, IR e IPI), eliminação de isenções e subsídios, maior fiscalização da arrecadação e combate à sonegação fiscal; e

(v) adoção de uma política de reajustes salariais mensais conforme uma taxa de inflação pré-fixada ou, alternativamente, livre negociação entre empregador e empregado; os salários do funcionalismo foram congelados por seis meses.

Medidas relativas às reformas estruturais:

- (i) criação de um amplo programa de desestatização;
- (ii) alteração da política de comércio exterior através da implementação de um processo de abertura que consistia, num primeiro momento, na eliminação imediata dos controles quantitativos sobre as importações e, a partir de 1991, na definição de um cronograma de desgravação tarifária que deveria vigorar até 1994. O objetivo dessa reforma era reduzir progressivamente tanto a tarifa média incidente sobre as importações (de 32,2% para 14,2%) quanto a dispersão do conjunto dessas tarifas (o desvio padrão caíria de 19,6 para 7), conforme Fritsch & Franco (1992); e
- (iii) implementação de uma reforma administrativa que reduziu o número de ministérios, fechou vários órgãos públicos e tinha como meta a demissão de 400 mil funcionários.

A reforma monetária e o bloqueio de ativos financeiros tinham por objetivo "congelar" por 18 meses uma parcela considerável da liquidez da economia e com isso produzir uma desvalorização significativa do estoque da dívida pública através da redução compulsória das taxas de juros incidentes sobre ela. Objetivamente, a desvalorização do estoque da dívida significava um ajuste patrimonial compulsório que facilitaria a realização de uma reforma fiscal ao longo dos mesmos 18 meses. A lógica do plano era de que este ajuste permitiria a manutenção do equilíbrio fiscal de longo prazo, mesmo havendo o compromisso de resgate, pelo governo, daquela parcela da dívida pública que havia sido congelada.

**Índice Nacional de Preços ao Consumidor e
Taxa de Câmbio Cruzeiro/Dólar
(dezembro/1989 a dezembro/1990)**

Período	INPC Variação Percentual	Taxa de Câmbio	
		Cotação Cr\$/US\$	Variação Percentual
1989 dez.	51,28	11,36	-
1990 jan.	68,19	17,73	56,11
fev.	73,99	30,64	72,78
mar.	82,18	42,56	38,92
abr.	14,67	51,24	20,40
mai.	7,31	55,22	7,76
jun.	11,64	61,02	10,50
jul.	12,62	68,99	13,06
ago.	12,18	71,67	3,89
set.	14,26	84,22	17,51
out.	14,43	106,90	26,93
nov.	16,92	144,71	35,36
dez.	19,14	170,06	17,51

Fonte: Conjuntura Económica, diversos números.

Diferentemente do que ocorrera no Plano Cruzado, o congelamento geral de preços e salários não seria o elemento central para a quebra da “espiral inflacionária”, devendo atuar apenas como um acessório ao corte de liquidez. Este sim, era considerado capaz de contribuir decisivamente com a constituição de um cenário mais estável do nível de preços.

Paralelamente à reforma monetária e ao bloqueio de ativo financeiros, adotou-se uma desindexação geral da economia, com vistas a permitir repactuações de preços apenas em intervalos mais longos - próximos a um ano.

Vale notar que, a despeito de lançar mão de algumas práticas próprias dos chamados “planos heterodoxos”, o Plano Collor caracterizou-se pela crescente utilização do instrumental de cunho mais conservador, o que incluiu a promoção de uma recessão interna no início do programa de estabilização, fruto da política monetária contracionista.

A questão da administração da liquidez configurou-se num problema constante na condução do programa de estabilização, contribuindo para que o governo não lograsse êxito em impedir a retomada da inflação (ver Tabela II.3), mesmo após a promoção de um forte corte de demanda agregada como o que ocorreu em meados de 1990. A política de “seqüestro” dos ativos financeiros, ao impor um radical corte da oferta monetária, foi responsável por uma desorganização da produção doméstica já nos primeiros momentos do programa de estabilização. O bloqueio inclusive do capital de giro das empresas e as elevadas taxas de juros decorrentes da política monetária contracionista provocaram uma paralisação dos negócios, jogando a economia numa forte recessão. Adicionalmente, devido à tentativa de condução da política monetária através de metas quantitativas, que se seguiu ao bloqueio dos ativos financeiros, instaurou-se no país uma situação de grande escassez de liquidez, a qual conduziu inclusive a uma desestabilização do sistema financeiro, com a quebra de algumas instituições.

Numa tentativa de contornar a desorganização do setor produtivo gerada pela política monetária extremamente restritiva, passou-se a aumentar a liquidez do sistema através da abertura das chamadas “torneiras de liquidez”. Contudo, o que se verificou foi a migração de um quadro inicial, onde o corte da oferta monetária foi considerado excessivo, para um segundo momento no qual o crescimento expressivo da base monetária foi apontado como um dos responsáveis pela retomada da inflação. A falta de consenso quanto ao nível adequado de liquidez intensificou a incerteza sobre os rumos da política monetária. A despeito de ter traçado metas de expansão dos meios de pagamentos bastante conservadoras ao longo de 1990, o governo viu sua programação monetária frustrada continuamente.

A este quadro somou-se a adoção de um regime cambial de taxas flutuantes em harmonia com a orientação ortodoxa de política monetária. A opção pelo regime de câmbio flutuante, em oposição à sistemática de indexação automática do câmbio à inflação, que

vigorava até então, além de permitir maior austeridade da política monetária, tinha como objetivo desorganizar as práticas de indexação dos preços dos ativos ao valor da moeda estrangeira. Tal objetivo justificou, inclusive, a tendência de apreciação real da taxa de câmbio ao longo dos primeiros meses da gestão do Plano Collor, a qual introduziu o risco de perdas patrimoniais para os agentes que mantivessem a prática de indexação à moeda estrangeira.

Apesar da manutenção no biênio 1990-91 da restrição externa herdada da década anterior, já que os ingressos líquidos de capital estrangeiro só voltaram a ser observados a partir de 1992, os primeiros meses do governo Collor foram marcados pela existência de uma certa folga cambial, a qual deveu-se a dois fatores: (i) a ocorrência de significativos superávits comerciais no período compreendido entre o segundo semestre de 1989 e o primeiro semestre de 1990, e (ii) a não regularização do pagamento dos juros da dívida externa, interrompido desde a moratória decretada em 1989, no final do governo Sarney.

Contudo, em decorrência da política de abertura comercial e da apreciação real do cruzeiro, os expressivos superávits comerciais mensais verificados até o primeiro semestre de 1990 reduziram-se drasticamente no segundo semestre. Além disso, o fato do país encontrar-se em condições desfavoráveis para a obtenção de financiamento externo - fruto da ausência de uma definição quanto aos termos de renegociação da dívida externa - contribuiu para que a relativa folga cambial, observada no início do ano, fosse rapidamente revertida ao longo de 1990.

O agravamento da restrição externa motivou a tentativa de correção da taxa de câmbio real, empreendida durante o último trimestre do ano de 1990, com o objetivo de recuperar o superávit comercial do país. Conforme mostram os dados da Tabela II.3, enquanto a depreciação nominal do câmbio no período foi da ordem de 102%, a variação do INPC foi de apenas 34,2%, indicando a tentativa de correção do câmbio em termos reais. Porém, esta orientação da política cambial impactou diretamente as expectativas quanto à evolução futura

da taxa de câmbio nominal, contribuindo com a retomada do processo inflacionário, observada desde finais de 1990.

Em síntese, desde os primeiros meses, o programa não foi capaz de reverter o quadro de acentuada deterioração das expectativas que vigorava em finais de 1989, associado à volatilização das taxas de juros e câmbio, em um contexto de manutenção da escassez de financiamento externo. Apesar de romper com a trajetória hiperinflacionária observada no início de 1990, o *mix* de políticas monetária e cambial não contribuiu com a estabilização das expectativas.

Outro ponto a ser destacado diz respeito às incertezas quanto aos rumos da política fiscal. As medidas de ajuste fiscal conseguiram efetivamente reduzir as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP), praticamente sendo atingida a meta de superávit operacional de 2% do PIB para o governo consolidado prevista para o primeiro ano do plano, quando de seu anúncio (ver Tabela II.4). Contudo, devemos destacar que a melhora obtida nos resultados fiscais dos primeiros anos do governo Collor deveu-se muito mais à adoção de medidas de ajustamento de curto prazo - tais como elevações temporárias de impostos²⁰ e contenção de despesas de custeio e investimento, assim como à redução compulsória das despesas com juros ocasionada pelo seqüestro dos ativos financeiros - do que pela efetivação de medidas que contribuíssem para uma redução a longo prazo das despesas primárias (para maiores detalhes ver Carvalho, 1996).

No que se refere à reforma monetária, seu principal mérito foi permitir o refinanciamento compulsório de parte da dívida pública federal, diminuindo drasticamente as despesas com juros reais do governo consolidado no primeiro ano do programa de estabilização. O bloqueio dos ativos financeiros foi responsável por uma redução acentuada do

²⁰ Um exemplo disso foi o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) que, além de ter sua alíquota elevada pelo Plano Collor I, também deveria incidir sobre os cruzados novos bloqueados quando de sua conversão para cruzeiros, gerando uma arrecadação extraordinária.

estoque da dívida mobiliária nos dois primeiros anos do governo Collor, permanecendo esta abaixo de seu patamar de finais dos anos 80, mesmo após o término da liberação do cruzados novos em 1992 (ver Tabela II.5). Porém, a imposição do “seqüestro” dos ativos financeiros como forma compulsória de financiamento do setor público representou uma quebra de contrato por parte do governo, fato que dificultou o restabelecimento dos mecanismos de financiamento voluntário da dívida interna. As expectativas dos agentes eram de que o governo poderia deixar de honrar seus compromissos novamente como fizera no início do plano. Para manter o financiamento da dívida pública, o governo foi obrigado a aumentar o prêmio de risco pago aos seus credores internos, voltando, com isso, a pressionar suas despesas com pagamento de juros e a ampliar o próprio estoque da dívida mobiliária num momento posterior.

Tabela II.4

Necessidades de Financiamento do Setor Público - 1985/1993

	(em % do PIB)								
	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Governo Consolidado									
primárias	-2,60	-2,14	0,80	-0,39	0,25	-2,23	-2,77	-2,26	-2,67
juros reais	7,00	5,76	4,85	5,21	6,60	0,90	2,80	4,42	2,42
operacionais	4,40	3,62	5,65	4,82	6,85	-1,33	0,03	2,16	-0,25
Governo Central									
primárias	-1,60	-0,93	1,61	1,50	0,71	-1,46	-1,17	-1,28	-1,45
juros reais	2,70	2,26	1,57	1,95	3,22	-0,87	1,06	2,06	1,45
operacionais	1,10	1,33	3,18	3,45	3,93	-2,33	-0,11	0,78	0,00
Estados e Municípios									
primárias	-0,10	0,10	0,60	-0,50	-0,30	-0,33	-1,25	-0,35	-0,56
juros reais	1,10	0,80	1,00	0,90	0,86	0,72	0,61	1,12	0,33
operacionais	1,00	0,90	1,60	0,40	0,56	0,39	-0,64	0,78	-0,23
Empresas Estatais									
primárias	-0,90	-1,31	-1,41	-1,39	-0,16	-0,44	-0,35	-0,64	-0,67
juros reais	3,20	2,70	2,28	2,36	2,52	1,05	1,13	1,24	0,64
operacionais	2,30	1,39	0,87	0,97	2,36	0,61	0,78	0,60	-0,02

Saldo positivo = déficit e saldo negativo = Superávit. Governo Central inclui Tesouro Nacional, Banco Central,

Agências descentralizadas e Previdência Social. Exclui receitas de privatização.

Fonte: Barbosa & Giambiagi (1995) para 1985/1991 e Boletim do Banco Central do Brasil para 1992/1993.

A análise da evolução da Dívida Líquida Total e das Necessidades de Financiamento do governo central ao longo dos dois primeiros anos do governo Collor ilustra o argumento acima (ver Tabelas II.4 e II.5). Em 1990 as despesas com juros reais foram excepcionalmente baixas devido à brutal redução do estoque da dívida mobiliária ocasionada pelo “seqüestro” dos ativos financeiros e pela rolagem compulsória da dívida interna bloqueada a taxas de juros inferiores às do mercado. Porém, em 1991, os pagamentos de juros reais dão um salto significativo, indicando um crescimento dos custos de rolagem da dívida mobiliária após o bloqueio dos cruzados novos. Além disso, em 1992, com o fim do prazo estipulado para a conversão dos cruzados novos em cruzeiros, os ganhos obtidos em termos de alongamento dos prazos de financiamento da dívida pública também foram revertidos.

Tabela II.5

Dívida Líquida do Setor Público - 1988/1993

	(em US\$ milhões)					
	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Dívida Líquida Total	153339	190412	165736	144641	150951	149390
Externa	84267	87859	91205	91428	75777	65387
Interna	69072	102553	74531	53213	75174	84003
Dívida Líquida Total Governo Central	84769	115604	63210	48611	46391	43804
Mobiliária	41402	62522	13122	11562	36403	42061
Depósito em NCzS no BC (lei n.8.024)	-	-	21790	9791	-	-
Base Monetária	4776	5967	9617	5934	5587	4358

Fonte: Banco Central do Brasil: Brasil Programa Econômico para 1988/1990 e Boletim Mensal para 1991/1993.

Outro ponto a ser destacado refere-se ao fato de que o ajustamento fiscal desenhado pelo governo não atacava eficientemente os desajustes existentes entre os fluxos de receitas e despesas fiscais, pois grande parte dos cortes anunciados nas despesas acabaram não se efetivando ou sendo contrabalançados pela criação de outros gastos. Foi o caso das medidas relativas à reforma administrativa. Devido a impedimentos legais, frustrou-se a intenção inicial

de reduzir quadros funcionais do serviço público, a fim de contribuir para um ajustamento estrutural nas despesas primárias do setor público. O governo federal conseguiu apenas colocar em disponibilidade uma reduzida parcela de seus funcionários que pretendia demitir. Contudo, estes permaneceram recebendo seus salários integralmente. Vale lembrar também que a redução das despesas com pessoal ocorrida no governo Collor se explica pela ocorrência de medidas transitórias, como o congelamento dos salários dos funcionários públicos.

Por outro lado, boa parte do ajustamento proposto para o setor público estava baseado na premissa de que o abatimento da dívida pública através das receitas de privatizações seria suficiente para garantir uma redução do estoque da dívida na magnitude necessária para assegurar a sustentabilidade do seu carregamento futuro. Porém, o insucesso do Plano Collor, explicitado logo nos seus primeiros momentos, foi responsável por uma redução do preço obtido na venda dos ativos do setor público, frustrando as expectativas de receitas com a primeira fase das privatizações (1991/1992). Segundo Tourinho & Vianna (1993), inicialmente o governo esperava arrecadar US\$ 17 bilhões com a venda de parte de suas empresas no período assinalado acima. Contudo, até o primeiro semestre de 1993, a arrecadação efetiva foi bastante inferior, atingindo apenas US\$ 5,4 bilhões. Com isso, o impacto do programa de privatizações sobre as contas públicas foi bastante diminuto.

Diante do exposto acima, pode-se afirmar que o ajuste fiscal contido no Plano Collor pouco contribuiu para a restituição de um ambiente de estabilidade das expectativas e, conseqüentemente, para a redução permanente da inflação. Num contexto como esse, de quebra de confiança nas expectativas, a persistência da memória inflacionária dos agentes contribuiu para um rápido retorno à indexação, impulsionando a taxa de inflação.

II.3 Lições das Principais Experiências de Estabilização dos anos 80 e Início dos 90.

A discussão desenvolvida neste capítulo até aqui permite concluir que o Plano Real beneficiou-se diretamente do aprendizado decorrente do fracasso dos programas heterodoxos de combate à inflação, iniciados no Brasil há pouco mais de dez anos. Assim sendo, acreditamos que o estudo das tentativas de combate à inflação que precederam o atual programa de estabilização contribui no sentido de uma correta avaliação do mesmo.

De acordo com Baer (1993, cap. 4), podemos afirmar que as experiências heterodoxas de estabilização no Brasil estiveram quase sempre associadas à concepção inercialista de combate à inflação, com sua ênfase nas tentativas de desmontagem dos mecanismos generalizados de indexação. Contudo, quando procuramos avaliar *ex-post* a forma como foram conduzidos os diversos programas heterodoxos de estabilização ao longo da década de 80, também é possível encontrar uma preocupação com o ajustamento do setor fiscal através de tentativas de equacionar questões relativas ao seu financiamento externo e interno, elementos amplamente destacados na abordagem pós-keynesiana. Nesse sentido, pode-se avaliar o fracasso dos Planos Cruzado e Collor sob a ótica de sua incapacidade de equacionar ambas as questões anteriormente mencionadas.

Primeiramente, no que se refere ao problema do financiamento externo, deve-se notar que ao longo de todo o período no qual os programas de estabilização citados acima foram implementados, o Brasil esteve sujeito a uma persistente escassez de recursos externos. Tal fato, aliado à necessidade de continuar honrando o serviço da dívida externa, constituiu-se em fator central para manter o país na condição de exportador líquido de capitais até 1991 (ver Tabela II.6). As dificuldades de normalização das relações do Brasil com o sistema financeiro internacional ao longo dos anos 80 e início dos anos 90, impuseram restrições adicionais à

entrada de novos recursos no país, implicando inclusive a interrupção do pagamento dos compromissos da dívida em alguns momentos desse período.

Em termos gerais, os impactos macroeconômicos mais significativos do cenário descrito acima foram a restrição ao crescimento - dada a necessidade de geração de contínuos superávits comerciais, a fim de manter o equilíbrio do balanço de pagamentos - e a sustentação do processo inflacionário - resultado do quadro persistente de instabilidade das expectativas cambiais.

Os planos de estabilização aqui analisados ilustram o vínculo existente entre as condições adversas de financiamento externo e as conseqüentes limitações impostas às estratégias de combate à inflação.

Tomando-se por base a experiência do Plano Collor, podemos afirmar que uma de suas características mais marcantes esteve ligada à opção declarada de promover a abertura comercial e financeira do mercado brasileiro. A abertura comercial, muito embora possuísse uma lógica de longo prazo referida ao aumento da competitividade produtiva do país através da ampliação dos níveis de concorrência, foi utilizada como um importante instrumento no contexto da política anti-inflacionária. Em contraste com a ênfase nas políticas de renda, tipicamente utilizadas durante o Plano Cruzado, a abertura comercial do período Collor buscou alterar o padrão de formação de preços na economia brasileira por meio da intensificação da concorrência representada pelas importações.

Contudo, como discutido no tópico anterior, esse processo de abertura comercial se deu num ambiente onde ainda prevalecia uma sensível escassez de financiamento externo. Apenas partir de 1992, quando o fracasso do Plano Collor era indiscutível, observou-se uma inflexão pronunciada nos fluxos externos de capital para o Brasil (elemento explorado com detalhes na seção seguinte), fato que representou uma clara melhora nas condições de financiamento externo da economia, apesar dos custos desse financiamento se manterem altos.

Contudo, a despeito de representar um abrandamento da restrição externa, tal fato não pôde ser incorporado como componente de uma nova tentativa de estabilização de preços, sobretudo como consequência da fragilização política do governo Collor à época.

Portanto, a experiência acumulada ao longo do processo de abertura comercial dos anos 90 mostrou que sua eficácia no contexto de uma política de combate à inflação é tanto maior quanto mais elevado o coeficiente de importação da economia, menores as alíquotas de importação e maior a estabilidade da taxa de câmbio nominal. No entanto, a ocorrência desses três fatores encontra-se intimamente relacionada à disponibilidade de recursos externos, a fim de evitar que a abertura comercial leve a um desequilíbrio global do balanço de pagamentos. Havendo disponibilidade de financiamento externo, é possível ampliar o coeficiente importado e sustentar a estabilidade do câmbio nominal mesmo em um contexto de relativo desequilíbrio em transações correntes ²¹.

É importante destacar que, assim como a abertura comercial contribuiu com o aumento do coeficiente de importação, a abertura financeira, também iniciada durante a gestão Collor, ao eliminar os entraves institucionais aos movimentos de capital estrangeiro, ampliou as possibilidades de acesso a novas fontes de financiamento externo. Contudo, até finais de 1991, as condições internacionais eram desfavoráveis ao ingresso de capitais no país, o que explica a manutenção da restrição cambial. Apenas a partir de 1992 observa-se um declínio nas taxas de juros internacionais, fato este que, associado à manutenção de elevadas taxas de juros internas, permitiu que os retornos sobre os investimentos financeiros no Brasil superassem os dos países desenvolvidos, atraindo um expressivo volume de capitais. No entanto, do ponto de vista

²¹ Cabe ressaltar que, mesmo em condições favoráveis de financiamento, a fim de evitar um processo explosivo de endividamento externo, haverá a necessidade de reversão do déficit em transações correntes a longo prazo. No entanto, diante de um quadro de escassez de financiamento externo, a elevação do coeficiente importado e a preservação de relativa estabilidade cambial impõem, desde logo, a necessidade de elevação paralela das exportações.

interno, a ausência de credibilidade do governo Collor, tanto no campo político quanto econômico, influenciou negativamente o perfil das captações que se deram a partir de então.

No que tange às condições de financiamento interno, em particular no caso do setor público, pode-se afirmar que nenhuma das experiências de estabilização iniciadas a partir da década de 80 foi bem sucedida no que se refere à resolução da crise financeira do Estado. Em todos os casos, as medidas que objetivavam alterar o padrão de financiamento do setor público, especialmente aquelas que visavam ampliar os prazos e reduzir os custos de rolagem da dívida pública, tiveram alcance limitado.

Pode-se afirmar que, num ambiente onde a postura dos agentes é marcada por grande incerteza quanto aos rumos e resultados da política econômica, torna-se praticamente impossível alongar os prazos do financiamento público, assim como reduzir seu custo em termos dos prêmios de risco pagos aos credores. Nesse sentido, os principais instrumentos de combate à inflação utilizados nos dois programas de estabilização aqui analisados (a política de rendas do Plano Cruzado e o bloqueio dos ativos financeiros do Plano Collor) não apenas mostraram-se incapazes de ampliar o grau de confiança nas expectativas quanto ao futuro da política econômica, como também introduziram uma volatilidade adicional às mesmas.

Por outro lado, a persistência do desequilíbrio externo, ao gerar uma potencial instabilização cambial, pressionou recorrentemente no sentido de uma elevação das taxas de juros internas, fosse para reduzir o nível da absorção doméstica (em ambos os planos), fosse para atrair capitais externos (no final da gestão Collor). Do ponto de vista fiscal, a elevação dos juros domésticos traduziu-se em um aumento dos encargos financeiros da dívida interna que, em um contexto de baixo estado de confiança nas expectativas, gerou uma demanda crescente pela reindexação dos títulos públicos. Tal reindexação, ao ser adotada, contribuiu para o retorno da indexação generalizada, elemento que caracteriza o regime de alta inflação.

Assim, podemos afirmar que os programas de estabilização que precederam o Plano Real não conseguiram transitar do período de desinflação para a efetiva estabilidade macroeconômica devido tanto a dificuldades relativas ao setor externo da economia, quanto ao fato de que as alterações introduzidas nos mecanismos de financiamento público não foram percebidas pelos agentes como sustentáveis a longo prazo.

Como veremos com maior cuidado no Capítulo III, uma das lições mais importantes que se pode tirar das estratégias de estabilização dos anos 80 e 90 é que a desinflação não gera por si mesma as condições necessárias para que se atinja a estabilidade. Mesmo que a inflação mantenha-se baixa e estável por períodos relativamente longos, os agentes podem resistir em aderir à convenção da estabilidade. Do ponto de vista do financiamento, está claro que a desinflação favorece um certo alongamento das operações de crédito. No entanto, a constituição de um ambiente econômico de desindexação sustentada, caracterizado pela aderência a contratos com cláusulas monetárias fixas sem a prática de elevados prêmios de risco, não ocorre enquanto não se equaciona os problemas da fragilidade financeira do Estado e do financiamento sustentado do balanço de pagamentos. Assim, a experiência demonstra que a transição para a estabilidade a partir da desinflação requer o equacionamento das condições de financiamento interno e externo, enquanto instrumento de desenvolvimento.

II.4 O Retorno do Brasil aos Fluxos Internacionais de Capital e a Viabilização da Âncora Cambial.

Como foi mencionado no tópico anterior, o ano de 1992 marca uma forte inflexão no saldo da conta de capital do balanço de pagamentos brasileiro. Os dados da Tabela II.6 mostram que a conta de capital passou de um déficit de US\$ 4,15 bilhões em 1991 para um superávit de mais de US\$ 25 bilhões em 1992. Assim, o abrandamento da restrição cambial,

que nunca fora observado nas experiências anteriores de estabilização, abria a possibilidade da utilização efetiva da abertura comercial e financeira enquanto instrumento de uma política de combate à inflação. Diante de tal quadro, a estratégia de estabilização do Real acabou se distinguindo claramente das experiências que a antecederam, ao substituir a política de rendas, típica do Cruzado, e o bloqueio de ativos, adotado no Plano Collor, por mecanismos de mercado (sintetizados na pressão concorrencial externa) enquanto meio de buscar a estabilização de preços.

Nesse sentido, a abertura comercial, conjugada com a estabilização nominal da taxa de câmbio, viabilizada pelos ingressos de capitais externos, formaram o núcleo da política anti-inflacionária adotada a partir de julho de 1994, caracterizando a prática da chamada “âncora cambial”²². Dada a relevância da manutenção de um estoque de reservas internacionais capaz de conferir credibilidade à estabilização cambial, é fundamental que se compreenda quais fatores determinaram o retorno do país aos fluxos internacionais de capital a partir de 1992, viabilizando a escolha do câmbio como peça chave da estratégia de estabilização. Este ponto, porém, exige uma reflexão sobre as características estruturais do mercado internacional de capitais, as quais foram alteradas de forma relevante ao longo dos anos 80 e 90.

A partir dos anos 80, verifica-se uma significativa modificação da dinâmica dos fluxos internacionais de capitais, com posteriores desdobramentos para os países em desenvolvimento, em especial os latino-americanos. Podemos identificar a crise das dívidas externas, no início da década, como um divisor de águas no que se refere à expansão do crédito internacional. Até então, a captação de recursos junto ao sistema financeiro internacional era feita, predominantemente, através de empréstimos do setor bancário.

²² Alguns autores não reconhecem o Plano Real como um programa de estabilização baseado na política cambial. Ver, por exemplo, Francisco Lopes (1997): “The Transmission Mechanism of Monetary Policy in a

Contudo, a crise desencadeada pela moratória mexicana em 1982 alterou sensivelmente este quadro. A reação por parte dos credores à crise consistiu na retração dos empréstimos voluntários e no endurecimento das condições de negociação com os devedores.

Em paralelo a essa retração do mercado internacional de crédito bancário, surgiram inovações financeiras responsáveis pela constituição de um novo ciclo de transnacionalização do capital. As características mais marcantes desse novo ciclo podem ser sintetizadas em três pontos básicos:

- (i) a desregulamentação crescente dos mercados financeiros - que implicou uma ampliação fabulosa da mobilidade do capital no âmbito internacional;
- (ii) a criação de instrumentos financeiros capazes de garantir maior agilidade e segurança ao investidor - os exemplos clássicos são os instrumentos de *swaps* e *hedge*; e
- (iii) a progressiva integração dos mercados financeiros domésticos em um único mercado globalizado. Essas transformações impuseram uma nova lógica para a movimentação do capital, ampliando as oportunidades de ganhos de arbitragem.

O fenômeno da securitização permitiu uma ampliação do dinamismo do mercado internacional de crédito, conferindo-lhe uma significativa expansão do grau de liquidez. Foi também responsável por uma queda substancial dos custos de absorção de poupança externa e, principalmente, pela diluição dos riscos envolvidos nas operações de crédito. Com isso, o acesso às fontes de recursos financeiros internacionais tornou-se relativamente mais fácil para os países em desenvolvimento, pois conforme o mercado internacional de *securities* cresceu, observou-se uma queda relativa tanto dos custos de captação quanto da própria seletividade por parte dos ofertantes de recursos.

Graças a esse novo cenário financeiro e ao desaquecimento da economia mundial, em especial dos países desenvolvidos, já nos primeiros anos da década de 90, os países da América Latina, que haviam sido colocados à margem dos movimentos de capitais internacionais após a crise do início dos anos 80, puderam retornar aos circuitos internacionais de captação de recursos financeiros, através do ingresso no mercado de *securities*.

A trajetória brasileira é bastante semelhante a dos demais países latino-americanos. Após a crise de 1982 e durante o resto da década, o Brasil sofreu com a restrição cambial imposta pela retração dos fluxos voluntários de capital decorrente da crise das dívidas externas. Por todo este período o país não só deixou de contar com aportes externos de recursos voluntários, como também passou à condição de exportador líquido de capitais. E, como já discutimos acima, a manutenção do serviço da dívida externa brasileira só foi viabilizada através de uma estratégia de inserção comercial que priorizava a geração contínua de megasuperávits na balança comercial por meio da imposição de restrições às importações, de estímulo às exportações e da contenção da demanda doméstica.

Contudo, o início dos anos 90 marca o reingresso do Brasil nos fluxos internacionais de capital. Pode-se afirmar que esse retorno esteve condicionado principalmente pela conjuntura internacional favorável. Dentre esses fatores externos destacamos:

- (i) o fenômeno da desregulamentação e desintermediação financeira ocorridos na década de 80 e início dos anos 90, sobretudo durante a gestão Collor;
- (ii) a conjuntura dos países industrializados do início da década de 90, a qual foi marcada por uma queda na taxa de crescimento do produto e nas taxas de juros;
- (iii) a tendência acentuada de busca de diversificação, no âmbito internacional, dos *portfolios* dos investidores institucionais (fundos mútuos, de pensão, seguradoras, etc.).

Contas Externas Brasileiras

(em US\$ Milhões)

Período	Saldo Comercial	Saldo Transações Correntes	Saldo Conta Capital	IED Líquido	Créditos Curto e Longo Prazo	Reservas Internacionais *
1982	780	-16310	7851	2547	12451	3994
1983	6470	-6837	2103	1359	7778	4563
1984	13090	45	253	1549	8768	11995
1985	12486	-242	-2534	1263	8482	11608
1986	8304	-5304	-7108	186	4233	6760
1987	11172	-1436	-7986	1148	4723	7458
1988	19184	4175	-8649	2984	3292	9140
1989	16120	1033	-11432	656	2705	9679
1990	10753	-3782	-4988	-	3127	9973
1991	10579	-1407	-4148	170	2990	9406
1992	15239	6143	25271	2972	30835	23754
1993	13307	-592	10115	6170	14039	32211
1994	10466	-1689	14294	8131	55741	38806
1995	-3157	-17741	29359	4670	37044	51840
1996	-5539	-24347	32391	15558	31099	60110
1997	-8372	-33439	26758	20672	30467	52173

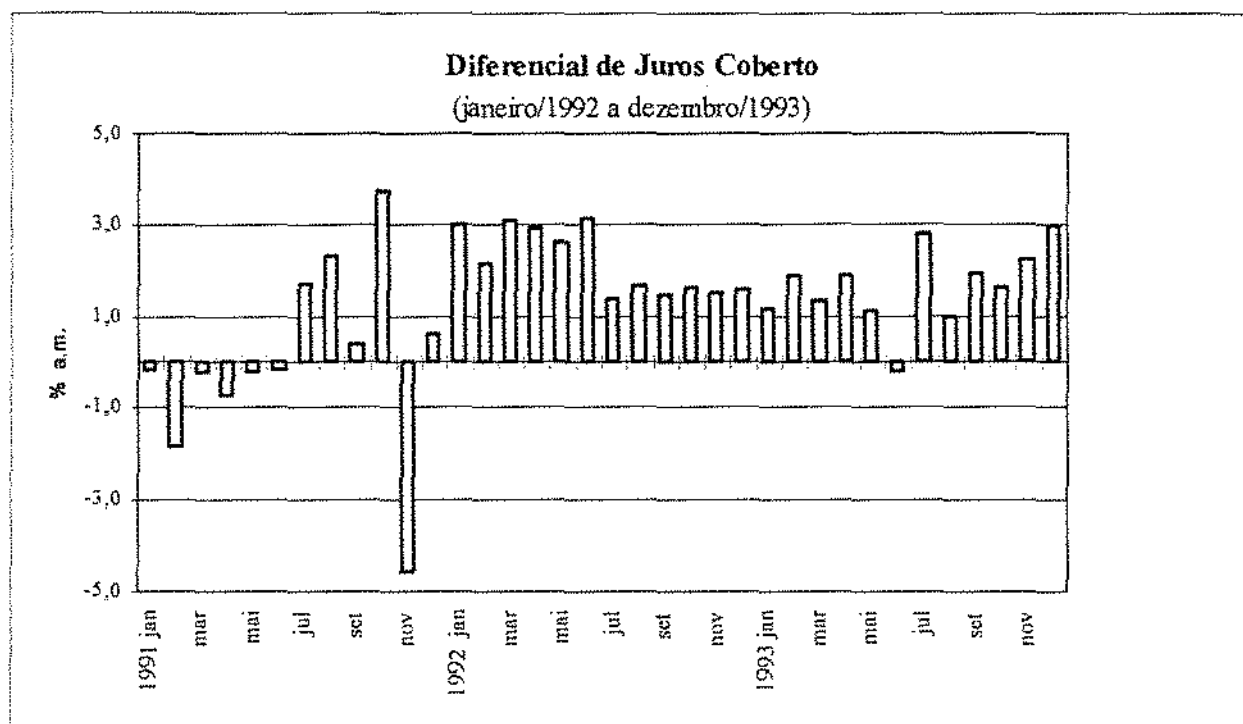
* Conceito Liquidez Internacional

Fonte: Boletim Mensal do Banco Central, diversos números.

Nesse contexto, deve-se notar que as condições internas do país no início dos anos 90, marcadas pela instabilidade política e econômica, não se colocaram como obstáculos a esse movimento, apenas influenciando negativamente o perfil das captações. Ao longo da gestão Collor, marcada por elevados níveis de instabilidade macroeconômica, o Brasil experimentou um expressivo crescimento de sua captação de recursos externos. Porém, o influxo de capitais observado à época se deu, predominantemente, na forma de investimentos financeiros atraídos pelos elevados diferenciais de juros internos/externos (ver Gráfico II.1). Contudo, o fato relevante é que o país passou a ter acesso ao capital internacional mesmo antes da estabilização macroeconômica, o que corrobora a tese de que a definição do volume e das condições de obtenção de recursos externos por parte das economias emergentes está determinado primeiramente pelas condições de liquidez internacionais e, apenas secundariamente, pela condições internas desses países. Em outras palavras, desde que o quadro de liquidez

internacional seja favorável, os países emergentes precisam oferecer um elevado diferencial de taxa de juros a fim de atrair capital externo²³.

Gráfico II.1



OBS.:O diferencial de juros coberto (CID) é definido como: $CID = \left[\frac{(1+i)}{(1+f)(1+i^*)} \right] - 1$
 onde: i é a taxa de juros doméstica mensal (over selic);
 i* taxa de juros internacional mensal (USA Treasury Bill)
 f é a desvalorização esperada do real em relação ao dólar, implícita nos contratos de câmbio futuro.

Fonte: Boletim do Banco Central e Resenha Andima, diversos números. Elaboração da autora.

Ao longo dos anos 90, ficou comprovado que o avanço em termos de estabilidade macroeconômica influenciou o perfil das captações em favor das modalidades menos voláteis de investimento. Ainda assim, os episódios de instabilização do cenário externo foram marcados por rápidas reversões nos fluxos de financiamento, tanto pelo lado dos volumes de ingresso quanto pelas taxas de remuneração exigidas pelos investidores internacionais.

Em síntese, é preciso destacar que a estratégia de estabilização do Real foi viabilizada por uma série de fatores que o antecederam, tanto aqueles associados às alterações dos

²³ O aspecto contraditório do ponto de vista interno da manutenção de elevados diferenciais de juros refere-se a

cenários interno e externo ocorridas ao longo de toda a década de 90, quanto os relativos ao aprendizado que seus formuladores acumularam com as experiências anteriores de políticas de estabilização.

CAPÍTULO III

O PLANO REAL E SEUS PRINCIPAIS RESULTADOS

Este capítulo tem por objetivo analisar os principais instrumentos de política econômica utilizados no programa de estabilização do Real, assim como avaliar os principais resultados obtidos no período compreendido entre julho de 1994 e dezembro de 1997. Faremos uso do suporte analítico desenvolvido ao longo dos dois capítulos anteriores para balizar a discussão em torno do relativo sucesso do programa de estabilização, especialmente no que concerne aos objetivos de curto prazo, ou seja, o chamado período de desinflação. Também procuraremos, através desta abordagem, apontar as principais limitações e fragilidades do programa de estabilização, as quais têm dificultado a transição da desinflação para a efetiva consolidação da estabilidade macroeconômica com retomada do desenvolvimento.

III.1 A Fase de Preparação para a Reforma Monetária.

Pode-se afirmar que a etapa de preparação para a reforma monetária de julho de 1994 iniciou-se em finais de 1993, quando as linhas gerais do programa de estabilização foram oficialmente anunciadas. Assim, a implementação do Plano Real se deu a partir de três fases distintas, quais sejam: (i) a tentativa de ampliação do controle do orçamento fiscal, posta em prática através da criação do Fundo Social de Emergência (FSE), em março de 1994, substituído pelo Fundo de Estabilização Fiscal (FEF) dois anos depois; (ii) a realização de uma reforma monetária, que criou a Unidade Real de Valor (URV) e, posteriormente, introduziu a nova moeda, o real; e (iii) a utilização da política cambial como instrumento chave para a desinflação. As duas primeiras fases teriam por objetivo preparar a economia para a

estabilização e para o início de uma nova etapa na condução da política econômica em bases mais estáveis. A lógica desta sucessão de etapas implicava que as políticas monetária e cambial passariam por uma inflexão imediata, logo após a introdução da nova moeda, enquanto o ajuste fiscal seria realizado de forma mais gradual.

A primeira fase do plano teve como principal medida a criação, em março de 1994, do Fundo Social de Emergência, demonstrando que, desde a gestação do programa de estabilização, a questão fiscal foi colocada em destaque como um dos fatores fundamentais para o seu sucesso. Contudo, como veremos, a criação do fundo constituiu-se numa tentativa tímida de ajustamento do setor público, tornando-se nada mais que uma maneira de tentar evitar que as contas fiscais fugissem ao controle do governo após a queda dos índices de inflação.

A segunda fase do Plano consistiu basicamente na colocação em prática de uma política de cunho inercialista, que viria preparar o terreno para a efetiva reforma monetária através da introdução do real. Em consonância com a referida corrente de pensamento, a superação dos mecanismos de indexação generalizada da economia - responsável pela alimentação do processo inflacionário - era iniciada com a implantação da plena indexação²⁴. De acordo com Franco (1995, cap. 2), a restauração do padrão monetário nacional deveria se dar através da “reestatização” de suas funções clássicas, as quais haviam sido transferidas à instrumentos financeiros privados com o uso generalizado das “quase-moedas”.

A lógica inicial do plano era de que a recuperação do padrão monetário deveria se iniciar pela unificação da indexação em torno de um só índice oficial - a Unidade Real de Valor (URV) -, o qual deveria cumprir a função de unidade de conta que a moeda de curso legal não mais exercia sem, contudo, constituir-se em uma nova moeda. A URV seria, portanto, apenas o

²⁴ Para uma visão geral dos elementos teóricos que dão suporte a este tipo de política inercialista, ver Modiano (1988, capítulo 8).

“embrião” da nova moeda, o real. Ainda conforme o autor, a concepção deste mecanismo diferiu significativamente das propostas de criação de um indexador pleno que desempenhasse funções monetárias, surgidas na segunda metade dos anos 80 e ligadas aos nomes dos economistas Pêrsio Arida e André Lara-Rezende. Isto porque a URV contornou a principal falha dessas propostas, qual seja, o problema da coexistência entre duas moedas durante o período de estabilização dos preços e a possibilidade de “contaminação” da nova moeda pela inflação verificada na antiga moeda. Nesse sentido, a introdução da URV não significou a criação de uma segunda moeda, plenamente indexada, que coexistiria com o cruzeiro real, mas apenas uma separação das funções monetárias. Durante o período de transição para o real, a URV serviu apenas como unidade de conta, permanecendo o cruzeiro real com a função de meio de pagamento.

Com a introdução da URV foi estabelecido que as conversões entre esta e o cruzeiro real deveriam ser feitas a uma paridade fixada diariamente pelo Banco Central, tomando-se por base a perda do poder aquisitivo do último, calculada através de uma média de três dos principais índices de preços, o IGP-M, o IPCA-E e o IPC-FIPE.

A conversão dos contratos em URV se deu a partir das seguintes regras:

- (i) conversão compulsória de todos os salários (da iniciativa privada, dos funcionários públicos e os benefícios previdenciários) pela média de seus valores, em URV, nos últimos quatro meses que antecederam a criação deste indexador²⁵. Após a conversão os salários foram fixados. A conversão pela média visava evitar elevações do poder aquisitivo dos salários, as quais poderiam ferir o princípio inercialista de manutenção da neutralidade distributiva;
- (ii) todos os novos contratos acordados após a criação da URV deveriam ter seus valores fixados nessa unidade;

²⁵ A fim de viabilizar este tipo de conversão, divulgou-se, por ocasião da criação da URV, uma tabela para seus valores ao longo dos quatro meses anteriores à sua própria criação que foi calculada com base na média entre os índices de preços mencionados anteriormente.

(iii) os contratos antigos poderiam ser convertidos em URV de acordo com a livre negociação entre as partes contratantes. Caso essa negociação não se efetivasse até a primeira emissão do real, todas as obrigações pecuniárias seriam convertidas obrigatoriamente na nova moeda à taxa de conversão vigente no momento da emissão;

(iv) os preços públicos e a taxa de câmbio também foram convertidos e fixados em URV.

Assim, a criação da URV, ao fixar e atrelar à sua própria variação o reajuste de salários, câmbio, preços públicos e privados, teve por objetivo induzir uma convergência das expectativas inflacionárias e reduzir a dispersão dos ajustes de preços relativos, permitindo o restabelecimento de mecanismos de coordenação das decisões de preços e preparando a economia para a introdução da nova moeda. Esse processo perdurou por quatro meses até a definitiva reforma monetária que criou o real em primeiro de julho de 1994.

III.2 A Condução da Política Fiscal do Plano: a criação do fundo social de emergência e a postergação do ajuste fiscal.

O histórico da elaboração e gestão do orçamento fiscal no período em que a economia brasileira viveu sob o regime de alta inflação foi marcado pela impossibilidade de uma efetiva programação prévia para as receitas e despesas públicas. Na realidade, as propostas orçamentárias definidas pelo Executivo a cada ano fiscal acabavam diferindo substancialmente do orçamento efetivamente executado. Adicionalmente, a inflação viabilizava a realocação dos gastos, relativamente à distribuição prevista no orçamento, através da abertura *ad hoc* de créditos suplementares, cuja justificativa era a própria alta de preços. Por outro lado, os elevados níveis de vinculações legais restringiam a capacidade das autoridades fiscais de determinar a alocação dos recursos orçamentários. Diante destes elementos, colocou-se desde a concepção do programa de estabilização a necessidade de ampliar a capacidade de gestão das

contas públicas como condição necessária para que o programa pudesse ser melhor administrado sob o ponto de vista fiscal.

Dentre as medidas adotadas com este objetivo destacamos: (i) a definição de uma agenda de acordos de renegociação das dívidas dos estados e municípios; (ii) a ampliação do controle sobre os bancos estatais, limitando as possibilidades de financiamento dos estados através destas instituições; (iii) a ampliação das receitas tributárias através da criação do IPMF - imposto provisório sobre movimentação financeira²⁶; e (iv) a criação do FSE - Fundo Social de Emergência, que tinha por principal objetivo desvincular receitas orçamentárias, garantindo uma maior flexibilidade na gestão dos gastos públicos.

No conjunto das medidas citadas, merece destaque a criação do FSE, que permitiu ao governo federal liberar por dois anos a utilização de 20% dos recursos orçamentários que antes permaneciam vinculados a despesas específicas. Mesmo significando uma medida limitada de controle das contas públicas e, portanto, estando distante do ajustamento fiscal efetivo, a criação do fundo conseguiu recuperar graus de liberdade no manejo de recursos fiscais. Deste modo, mesmo com o fim do regime de alta inflação que, como vimos, funcionava como um mecanismo de mascaramento das inconsistências das contas públicas, a melhoria obtida na gestão dos gastos públicos reduziu a possibilidade de que eventuais excessos de despesa gerassem pressões por financiamento inflacionário.

Conjuntamente à reforma monetária, em julho de 1994, promoveu-se uma desindexação ampla dos impostos e foram adotadas medidas administrativas no âmbito da Secretaria da Receita Federal com o objetivo de combater a evasão fiscal. A queda da inflação e o bom desempenho da atividade econômica em 1994 (o crescimento do PIB foi de 5,9%), especialmente no segundo semestre de 1994, permitiram uma ampliação da base de incidência

²⁶ Este imposto tinha incidência sobre as movimentações financeiras e alíquota de 0,25%. O IPMF veio a ser substituído em 1997 pela Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF) de 0,2% também

dos principais impostos e contribuições federais (IPI, IRPJ, COFINS e CSLL), levando à uma significativa ampliação da arrecadação dos mesmos. Adicionalmente, a cobrança do IPMF ao longo de todo o ano de 1994 (em 1993 este imposto havia sido cobrado apenas a partir de setembro) e a elevação de algumas alíquotas²⁷ completam o quadro dos fatores que determinaram um crescimento real das receitas do Governo Federal (incluindo Tesouro, Banco Central e Previdência) de 23,8% entre 1993 e 1994, segundo informações do Ministério da Fazenda.

Como se pode ver pela Tabela III.1, a arrecadação líquida permaneceu em ascensão ao longo dos anos de 1995 até 1997, apresentando um crescimento real acumulado nesse período de 10,04%. Isto significou um incremento expressivo da carga tributária total como porcentagem do PIB, que passou de 24,8% em 1993 para 28,3% em 1994 e 30,1% em 1995, apresentando importantes taxas de crescimento nas três esferas de governo (ver também, Varsano *et alli*, 1998).

Contudo, o fato mais preocupante diz respeito ao caráter precário da ampliação da arrecadação fiscal. Ao longo do período 1994-97, o crescimento da receita fiscal deveu-se, em grande medida, à adoção de instrumentos transitórios, tais como a introdução de impostos e contribuições provisórias, elevações temporárias de alíquotas, obtenção de receitas extraordinárias originadas na concessão de serviços públicos à iniciativa privada, etc. Adicionalmente, as despesas não-financeiras do governo federal elevaram-se mais rapidamente que a arrecadação.

A análise da Tabela III.1, demonstra claramente que as despesas totais cresceram mais rapidamente que as receitas líquidas ao longo do período entre 1995 e 1997, o que é explicado

sobre toda movimentação financeira, cuja arrecadação seria vinculada aos gastos do Ministério da Saúde. A CPMF deverá ter um período de vigência durante os anos de 1997 e 1998.

²⁷ Em 1994 houve uma reestruturação, por faixas, das alíquotas do Imposto de Renda Retido na Fonte sobre os rendimentos trabalho, passando a faixa de 25% para 26,6% e criando-se uma nova faixa de 35%. A alíquota da

pela rigidez de alguns itens de despesa da União. É o caso das despesas com pessoal e encargos (ativos e inativos da União), e despesas com benefícios previdenciários do INSS, discutidas a seguir. Mesmo a rubrica que engloba os outros custeios e investimentos - que, teoricamente, seria o item sobre o qual o governo possuiria maior poder discricionário e onde poderia realizar cortes de maneira mais ágil - passou a incorporar despesas vinculadas (repasses ao Ministério da Saúde) por conta da criação da CPMF, incorporando também uma certa rigidez.

Tabela III.1

Resultados Primário e Operacional do Governo Federal

	(R\$ milhões de Dez/1997)			
	1994 **	1995**	1996**	1997**
Receita Líquida *	108749	124783	127167	137322
Despesa Total	93838	118558	126961	134117
Pessoal e Encargos	34002	43679	45343	44010
Benefícios Previdenciários	30402	39821	45649	48985
Outros Custeios e Investimentos	30290	34341	30217	35270
Outras***	-855	717	5752	5852
Resultado Primário	14911	6225	206	3205
Despesa com Juros Reais	10150	16730	17260	13296
Resultado Operacional	4762	-10506	-17054	-10091

* Inclui receita total do Tesouro Nacional e receita do INSS. Exclui transferências a Estados e Municípios.

** Dados atualizados pelo IGP-DI.

*** Inclui ajuste do FAT e Fundos Regionais.

Resultado positivo = superávit e resultado negativo = déficit.

Fonte: Boletim de Acompanhamento Macroeconômico da Secretaria de Política Econômica, diversos números.

No que tange às despesas com pessoal e encargos, apesar do reajuste do salário dos funcionários públicos concedido ainda no Governo Itamar Franco e da elevação do salário

Contribuição Social sobre o Lucro Líquido do setor financeiro também foi elevada de 23% para 30%, a partir de julho de 1994.

mínimo já na gestão Fernando Henrique Cardoso, a partir de 1995 foram restringidos os gastos com contratação de pessoal e reajustes salariais²⁸. Foram também adotadas medidas de restrição aos gastos com novos projetos de investimento. Porém, como se pode observar através dos dados da Tabela III.1, as tentativas de redução das despesas totais não foram bem sucedidas. Os gastos com pessoal sofreram uma elevação real de 28,5% entre 1994 e 1995, elevando sua participação no total da despesa primária de 36,2% para 36,8%. Nos dois anos seguintes, em decorrência da não concessão de reajustes salariais, as despesas com pessoal e encargos permaneceram praticamente estáveis em termos reais.

Merece destaque o fato de que, conforme dados do Ministério da Administração e Reforma do Estado, as despesas com inativos têm ampliado sua participação no total do gastos com pessoal do serviço público federal nos últimos anos. Entre 1993 e 1994 essa participação passou de 37,9% para 41,0% - ou algo próximo de R\$ 19 bilhões ao ano, a preços de dezembro de 1997 - oscilando em torno desse patamar desde então. Contudo, as receitas obtidas com a contribuição dos servidores públicos para a seguridade social não superam 15% do valor acima. Assim, o déficit gerado por esse desequilíbrio acaba sendo coberto às custas de recursos do Tesouro Nacional, dificultando a redução das despesas do governo federal.

Quanto às despesas com benefícios previdenciários do INSS, estas seguiram uma trajetória de ascensão ainda mais acentuada que as despesas com pessoal e encargos durante o período em análise. Passaram de 32,4% da despesa primária em 1994 para 33,6% e 36,0% em 1995 e 1996, respectivamente. Muito embora o déficit de caixa do INSS seja significativamente menor do que o déficit das contas previdenciárias dos servidores públicos federais, a relação benefícios/receitas tem se expandido rapidamente e, desde 1996, superou a

²⁸ Mesmo deixando de conceder reajuste salariais generalizados para o funcionalismo público, o governo federal implementou ao longo do período do Plano Real uma política de reestruturação de algumas carreiras do serviço público, fato que levou à concessão de reajustes salariais diferenciados para as mesmas. Esse fato, aliado ao cumprimento de algumas sentenças judiciais, explica basicamente o crescimento da folha de servidores ativos da União.

unidade. Em consequência desse fato, em 1997 os gastos com benefícios do INSS superaram a arrecadação em R\$ 3,5 bilhões.

Diante disso, os resultados fiscais do governo federal ao longo do período 1994 a 1997 podem ser sintetizados como segue. O resultado superavitário observado em 1994 esteve influenciado pela elevação da arrecadação causada tanto pelo crescimento do PIB, quanto pela ampliação das alíquotas de alguns impostos. Outro ponto a ser destacado diz respeito ao financiamento monetário do déficit propiciado pela remonetização ocorrida no segundo semestre de 1994. Ao longo desse período, o aumento da demanda por moeda possibilitou uma forte ampliação da base monetária, a qual passou de US\$ 4,3 bilhões em dezembro de 1993 para US\$ 20,9 bilhões em dezembro de 1994. Tal fato significou uma fonte de financiamento barato para o setor público, impedindo uma maior expansão da dívida mobiliária. Entre 1995 e 1997, a despeito da elevação real da arrecadação em 10%, verificou-se uma sensível redução do superávit primário devido à rigidez dos gastos, conforme explicitado acima.

Tabela III.2

Dívida Líquida do Setor Público - 1993/1997

	(em US\$ milhões)				
	1993	1994	1995	1996	1997
Dívida Líquida Total	149390	181473	217297	259189	274735
Externa	65387	52556	42227	30419	34583
Interna	84003	128917	175074	228770	240152
Dívida Líquida Total Governo Central*	43803	78005	95217	111435	129040
Mobiliária	42061	71392	109795	166481	225829
Base Monetária	4358	20954	22317	19060	28530

* Inclui dívida interna e externa

Fonte: Banco Central do Brasil: Boletim Mensal diversos números.

Nesse sentido, é clara a percepção de que a realização do ajuste fiscal necessário para garantir a continuidade do processo de estabilização passa necessariamente pela realização das chamadas "reformas estruturais". Ao longo de 1997 avançou-se nesse campo, especialmente

no que se refere ao encaminhamento formal das reformas administrativa e previdenciária. Porém, as alterações introduzidas pelo Legislativo nos textos de ambas as reformas apontam para um cenário no qual a redução dos gastos públicos com salários e benefícios previdenciários deverá ser mais modesta e mais lenta do que previsto inicialmente.

Devemos destacar ainda que os efeitos da remonetização também se fizeram sentir sobre as despesas com pagamento de juros reais, contribuindo para mantê-las em níveis relativamente baixos no ano de 1994, fato que explica o excepcional crescimento dessas despesas (da ordem de 65%) em 1995. Sob os efeitos da gestão das políticas monetária e cambial do início do Plano Real, discutidas nos próximos tópicos, as despesas financeiras do setor público entraram numa trajetória de crescimento, mantendo-se em patamares bastante elevados ao longo de todo o período 1995-1997. Isto vem reforçar a tese de que a componente financeira do endividamento público tem imposto dificuldades adicionais ao ajustamento fiscal. Conforme veremos a seguir, o *mix* monetário-cambial posto em marcha com a introdução da nova moeda tem pressionado as contas públicas e contribuído ativamente para a ampliação do estoque da dívida interna e dos custos com seu serviço.

III.3 A Política Monetária do Real : metas quantitativas *versus* política de taxas de juros.

A implementação do Plano Real, desde a introdução da URV (Unidade Real de Valor) até a completa reforma monetária em julho de 1994, representou uma importante modificação do regime de política monetária e do processo de formação de preços no Brasil.

Antes do início do programa de estabilização, o país convivia com um quadro de endogenidade monetária muito distinta daquela preconizada por quaisquer dos adeptos da teoria

pós-keynesiana²⁹. Contribuíam com esse cenário a indexação generalizada e o persistente desequilíbrio fiscal, somados ao giro rápido da dívida pública interna. As decisões de preço no conjunto da economia encontravam imediato sancionamento, tanto por parte da demanda por bens quanto da oferta de moeda. Paralelamente, o nível da taxa de juros nominal, tão instável quanto o nível de preços, dificultava a avaliação do comportamento da própria taxa de juros real. Em suma, o horizonte de planejamento dos agentes, no que diz respeito às variáveis reais e monetárias, mostrava-se absurdamente curto, comprometendo o planejamento dos gastos de consumo e investimento. A alternativa da “moeda indexada”, como forma de reserva de valor, era buscada por amplos setores da economia, com a exclusão de parcela considerável dos assalariados, impossibilitados de ter acesso a toda uma gama de aplicações financeiras.

A partir da introdução da nova moeda, tanto as decisões de preço quanto a administração dos agregados monetários e das taxas de juros tornaram-se menos voláteis, passando a haver uma percepção mais clara por parte dos agentes na distinção entre movimentos reais e nominais. Adicionalmente, as estratégias dos *price makers* tiveram que incorporar um elemento introduzido pela abertura comercial: a concorrência dos produtos importados, potencializada pela trajetória de valorização do real. Deste modo, mesmo tendo sido verificada uma elevação da demanda agregada já nos primeiros meses do Plano Real, a pressão exercida pela entrada de bens importados no mercado brasileiro contribuiu com a queda acentuada dos índices de preços. As principais medidas relativas à liberalização comercial levada a efeito com o Plano Real e seu papel na estabilização dos preços serão discutidas em detalhes adiante, no tópico III.4.

No que se refere à gestão da política monetária, esta tornou-se menos passiva, com a explícita opção pelo controle da taxa de juros. Contudo, o discurso oficial, provavelmente como

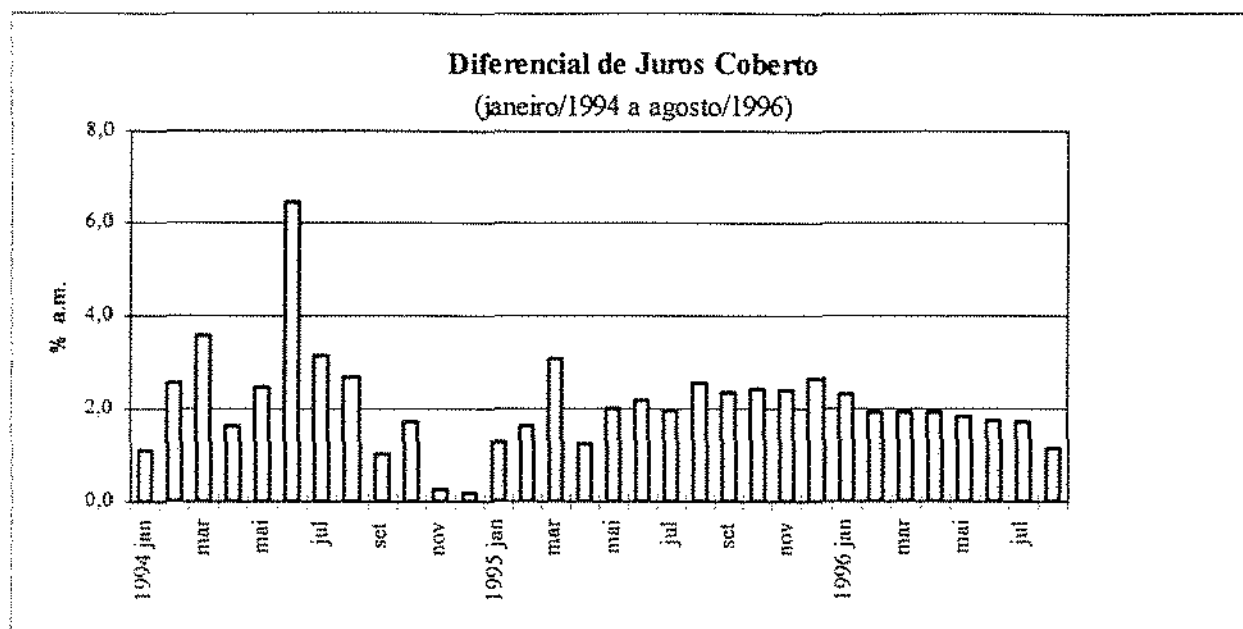
²⁹ Igualmente válida para economias onde prevalece a convenção da estabilidade, a endogenidade monetária amplamente analisada por autores como Basil Moore e Nicolas Kaldor associa-se a dois fatores básicos: a capacidade do sistema bancário de adequar a oferta de crédito diante de alterações na demanda e a atuação do Banco Central como emprestador de última instância, ou seja, como gestor dos níveis de solvência do sistema

forma de criar expectativas favoráveis à credibilidade da gestão da política monetária, incorporou um elemento quantitativista que contemplava inclusive o anúncio de limites para a expansão da base monetária, além da adoção de controles rígidos sobre a oferta de crédito, via extensão e intensificação da política de depósitos compulsórios. Os limites fixados para as metas monetárias foram rapidamente ampliados já em dezembro de 1994, deixando claro que num ambiente de remonetização seria impossível quantificar a demanda pela nova moeda. Adicionalmente, qualquer tentativa de controle da oferta monetária e do crédito através de metas rígidas poderia volatilizar o comportamento das taxas de juros domésticas, fato de consequências indesejáveis sobre o nível de atividade e os fluxos de capital externo.

Assim, para preservar a confiança dos agentes na condução da política monetária, o governo justificava a ausência de uma política de controle mais rígido da oferta de moeda, afirmando que a expansão dos meios de pagamento, observada durante o segundo semestre de 1994, não seria inflacionária, uma vez que estaria atendendo a uma demanda monetária não prevista e, por conta disso, não pressionaria os preços via excesso de demanda agregada.

Na realidade, ao permitir que a oferta primária de moeda acompanhasse a trajetória da demanda, o governo reconhecia, tacitamente, sua disposição de administrar as taxas de juros (ver Gráfico III.2). Dada a importância assumida pela política cambial na estratégia de estabilização, e diante da queda continuada do saldo comercial brasileiro por conta da valorização do real, era imperioso, desde os primeiros meses do plano, manter diferenciais de juros interno/externo suficientemente elevados a fim de atrair os fluxos de capital externo necessários para equilibrar o balanço de pagamentos (ver Gráfico III.1).

financeiro, cujo instrumento primordial de política é a administração da taxa de juros básica. Para uma resenha da literatura, ver Madi (1993).



OBS.: O diferencial de juros coberto (CID) é definido como: $CID = [(1+i)/(1+f)(1+i^*)] - 1$
 onde: i é a taxa de juros doméstica mensal (over selic);
 i^* taxa de juros internacional mensal (USA Treasury Bill)
 f é a desvalorização esperada do real em relação ao dólar, implícita nos contratos de câmbio futuro.

Fonte: Boletim do Banco Central e Resenha Andima, diversos números. Elaboração da autora.

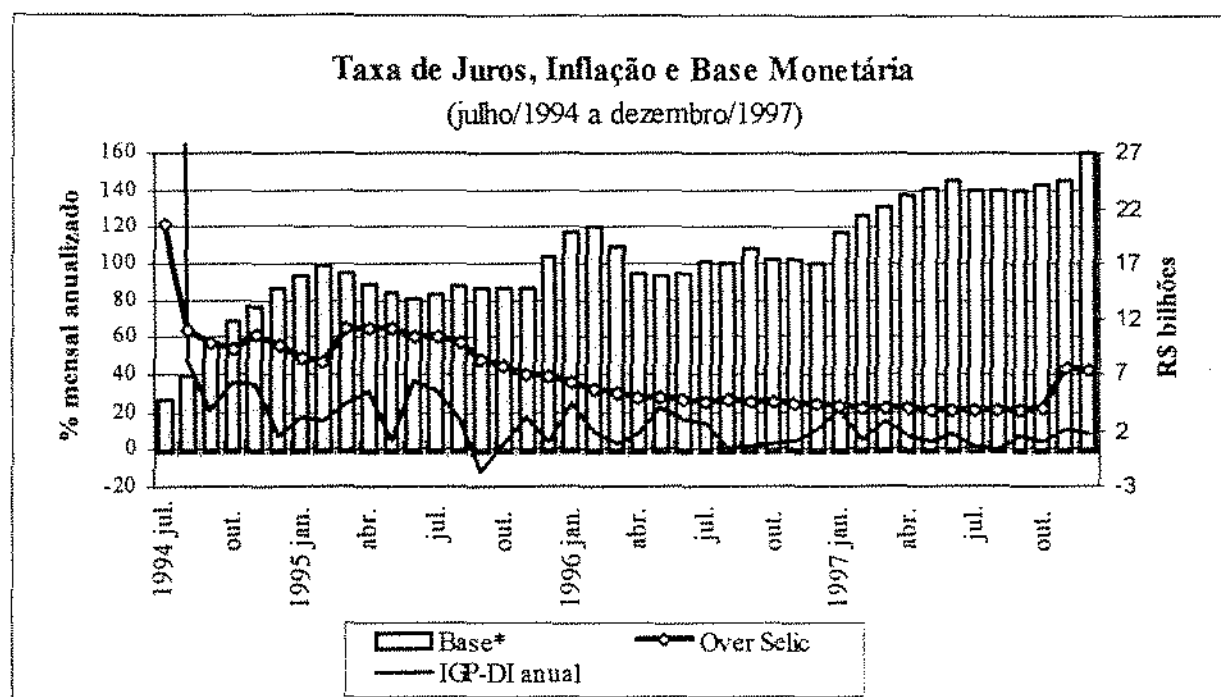
A importância de uma preocupação continuada com a trajetória da taxa de juros também esteve associada ao controle da demanda agregada. Como se pode ver pelo Gráfico III.2, a taxa Selic esteve sempre acima da taxa de inflação medida pelo IGP-DI ao longo dos dois primeiros anos do programa de estabilização, demonstrando a preocupação dos gestores da política monetária com a manutenção de taxas de juros reais positivas, a fim de evitar uma expansão rápida do consumo nos primeiros meses de desinflação. Paralelamente ao controle das taxas de juros, e também com o intuito de conter as elevações de demanda agregada que sucederam a queda rápida dos níveis de inflação, o Banco Central procurou regular os níveis de liquidez da economia através da ampliação das exigências de recolhimento compulsório dos bancos e da intensificação do controle de suas operações ativas, com vistas a elevar as taxas de empréstimo e reduzir a oferta de crédito.

As alterações na estrutura dos depósitos compulsórios, já a partir de julho de 1994, foram as seguintes: (i) determinação de que o compulsório sobre os depósitos à vista deveria ser de 100%

sobre os valores que excedessem os saldos observados na data da primeira emissão do real; (ii) elevação de 15% para 20% do compulsório sobre depósitos de poupança, sendo $\frac{3}{4}$ em espécie; e (iii) exigência de recolhimento de 20% sobre o acréscimo dos depósitos a prazo.

Contudo, mesmo diante dessas medidas, os níveis de liquidez da economia permaneceram ainda elevados, fato que levou as autoridades monetárias a promoverem uma nova elevação dos compulsórios e também uma intensificação no controle das operações de crédito do sistema financeiro. Entre os meses de agosto e outubro de 1994 o compulsório sobre os depósitos de poupança e depósitos a prazo foram ampliados de 20% para 30%. Concomitantemente, foi estabelecido um prazo máximo de três meses para as operações de crédito de qualquer natureza, além da criação de um depósito compulsório de 15% sobre as operações de crédito, uma inovação trazida pelo Plano Real (ver Franco, 1995, pp. 72-74). Tais medidas visavam desestimular tanto tomadores quanto ofertantes de crédito. No entanto, o "aperto" sobre o crédito parece ter sido dosado de forma a impedir a constituição de uma conjuntura recessiva, haja vista que o país se encontrava às portas da sucessão presidencial.

A acentuada presença dos elementos de controle da expansão da liquidez e, conseqüentemente, do nível de atividade no período de remonetização da economia demonstra o aprendizado que os gestores da política econômica do Plano Real experimentaram com o fracasso dos programas de estabilização anteriores. Conforme discutido no Capítulo II, um dos determinantes do "naufrágio" do Plano Cruzado foi justamente sua incapacidade de manter sob controle os níveis de demanda agregada - fosse por meio da manutenção de taxas de juros reais positivas, fosse pelo controle da oferta de crédito - e com isso evitar que a expansão da atividade econômica viesse dificultar tanto a manutenção da inflação em patamares baixos quanto a preservação do equilíbrio do balanço de pagamentos.



* Média móvel trimestral.

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, diversos números

Portanto, a análise da gestão da política monetária nos primeiros meses após a adoção do Plano Real deixa claro que, enquanto o controle da base monetária assumiu um papel de mero coadjuvante, caracterizado pelas sucessivas alterações das metas de expansão, a administração das taxas de juros, juntamente com a criação de mecanismos de controle da expansão do crédito bancário, passaram à condição de instrumentos vitais na gestão da política econômica do plano.

A relevância desta orientação de política foi reforçada quando da crise mexicana, iniciada em finais de 1994. Naquele momento, diante de uma expressiva perda de reservas internacionais motivada pela saída de investidores estrangeiros do mercado financeiro doméstico (aspecto desenvolvido no tópico seguinte), colocou-se como imperativo elevar as taxas de juros, as quais passaram, em termos anualizadas, de cerca de 45% em fevereiro de 1995 para mais de 65% em março (ver gráfico III.2), ao mesmo tempo em que a taxa de câmbio nominal era desvalorizada em cerca de 7%, considerando-se a média do mês de março contra a média do mês anterior.

Entre março de 1995 e o segundo semestre de 1997, observou-se um longo período de redução gradual das taxas de juros, a qual ocorreu em paralelo à continuação da queda das taxas de inflação, fato que manteve elevadas as taxas de juros reais. Os dois impactos mais imediatos desse cenário foram a forte desaceleração do crescimento desde o primeiro trimestre de 1995 (ver Tabelas III.6 e III.7, adiante) e a imposição de um significativo ônus fiscal na forma de elevação do custo de carregamento da dívida pública interna.

Em meados do segundo semestre de 1997, a condução da política monetária foi mais uma vez alterada em função da instabilização do quadro externo em moldes semelhantes ao que ocorrera no primeiro trimestre de 1995. A explicitação da crise asiática gerou novas perdas de reservas internacionais e motivou uma significativa elevação das taxas de juros, as quais passaram de cerca de 22% a.a. para mais de 40% a.a. Naquela oportunidade, a forte elevação das taxas de juros não foi acompanhada de uma alteração da política cambial, como após a crise mexicana, uma vez que o percentual de desvalorização nominal do real frente ao dólar, adotado a partir da criação das bandas cambiais em março de 1995, foi mantido. Ao final de 1997, iniciou-se uma nova fase de redução gradual das taxas de juros, cuja dinâmica foi ditada pelas condições vigentes no cenário externo, sobretudo no que se refere ao fluxo de capitais. Novamente, a elevação das taxas de juros teve como efeitos a desaceleração do crescimento e a ampliação dos custos fiscais de carregamento da dívida pública interna.

Em síntese, a gestão da política monetária durante o período 1994-97 teve como característica básica um monitoramento sistemático das taxas de juros, utilizadas como instrumento de controle da demanda agregada na fase inicial do plano e, sobretudo, como meio de influenciar os fluxos de capitais externos necessários ao financiamento do crescente déficit em transações correntes. A relevância desta política de taxa de juros foi ainda maior diante do fato de que se optou por uma relativa estabilidade da taxa de câmbio nominal, mesmo após a desvalorização ocorrida quando da adoção do regime de bandas cambiais, em março de 1995. Dada esta diretriz de política

cambial, a taxa de juros tornou-se o principal instrumento de curto prazo na administração das contas do balanço de pagamentos.

Em termos de uma periodização, pode-se afirmar que a política monetária atravessou três fases ao longo do período analisado: (i) o período de remonetização, que estendeu-se de julho de 1994 até fevereiro de 1995, quando as taxas de juros baixaram rapidamente e a base monetária elevou-se em atendimento ao crescimento da demanda; (ii) o período que iniciou-se com a crise mexicana, quando as taxas de juros sofreram forte alta, e estendeu-se até o último trimestre de 1997, quando, a menos de fatores sazonais, a base monetária apresentou uma clara estabilidade³⁰ – indicando que a remonetização estava completada – e as taxas de juros iniciaram um longo período de queda progressiva, a partir dos patamares elevados de março de 1995; e (iii) o período que iniciou-se com a crise asiática, no último trimestre de 1997, quando as taxas de juros foram duplicadas e, em seguida, iniciaram novo período de progressiva redução.

O aspecto mais geral a ser destacado quanto à política monetária no período 1994-97 refere-se à sua vinculação direta com o cenário externo, bem como às suas conseqüências quanto à redução das taxas de crescimento e à elevação das despesas financeiras do setor público (ver Tabela III.10).

III.4 As Políticas Cambial e de Comércio Exterior do Plano Real

Conforme tratado no primeiro capítulo, dentro de uma visão pós-keynesiana, a constituição de um regime de alta inflação, como aquele vivido pela economia brasileira até meados de 1994, caracteriza-se pela existência de um processo de gradativa deterioração do estado de confiança nas expectativas, o qual acaba por culminar com a introdução de um acentuado

³⁰ A elevação do patamar da base monetária, observada a partir de fevereiro de 1997, deveu-se à introdução da CPMF. Esta contribuição, ao elevar os custos de transação entre os depósitos à vista e os demais ativos,

componente especulativo no processo de formação de expectativas, cujos efeitos sobre a formação dos preços são sentidos através da volatilização das margens de lucro fixadas pelas empresas.

Num quadro de deterioração das expectativas, a estabilização de variáveis chaves como as taxas de câmbio e de juros torna-se fundamental para a reversão do processo. Isto se dá na medida em que tais variáveis, por serem importantes componentes de custos para as empresas, tornam-se parâmetros decisivos na definição dos *mark-ups*. Adicionalmente, recorrendo à abordagem pós-keynesiana da firma que a identifica como unidade de valorização do capital, pode-se afirmar que as trajetórias de juros e câmbio também afetam os preços através de um outro mecanismo, tão importante quanto o relacionado aos custos. A fim de manter os níveis de rentabilidade das atividades operacionais compatíveis com as expectativas de ganhos alternativos nos mercados monetário e cambial, as firmas podem adotar estratégias defensivas de fixação de preços em um autêntico processo de arbitragem. Com isso, a formação dos *mark-ups* será diretamente influenciada pelas trajetórias esperadas de juros e câmbio, incorporando prêmios de risco tão mais elevados quanto maior a instabilidade destas variáveis chaves. O relativo sucesso da política cambial do Plano Real, enquanto instrumento de desinflação, pode ser compreendido dentro deste arcabouço.

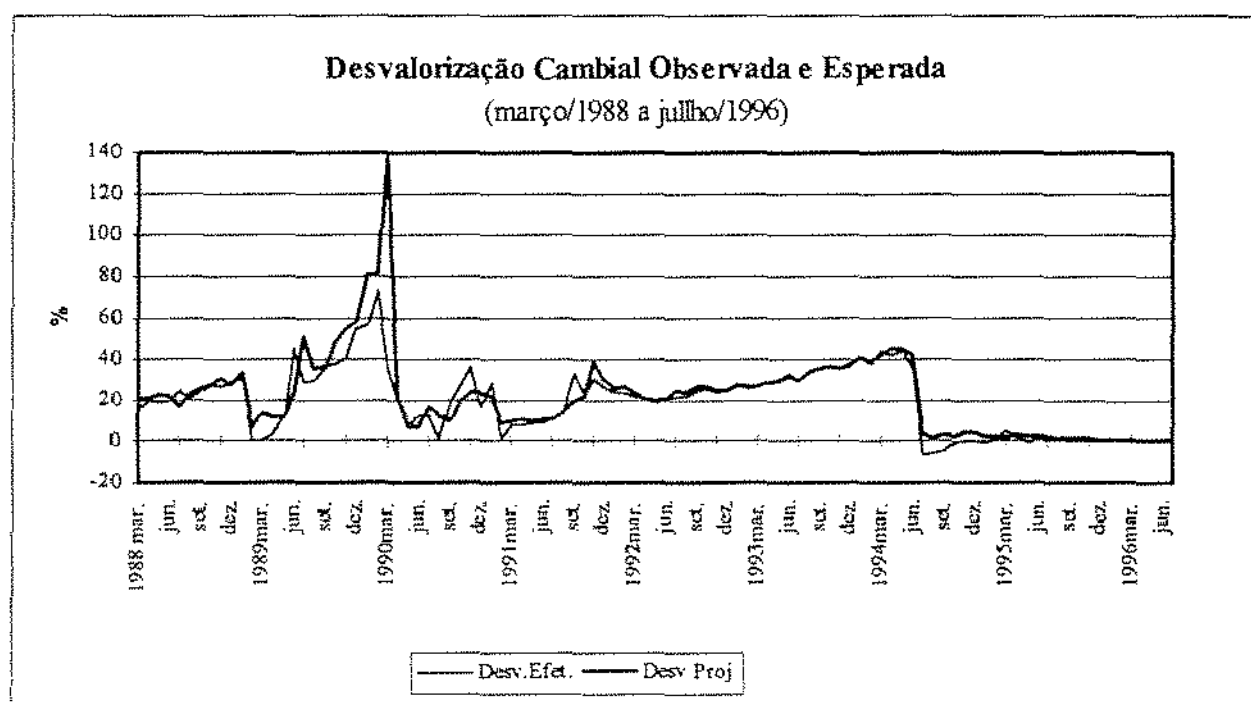
A condução da política cambial do Plano Real pode ser desmembrada em dois momentos distintos, sendo a crise mexicana do final de 1994 um divisor de águas.

O primeiro momento, desde a introdução da nova moeda até o período imediatamente anterior à crise mexicana, caracterizou-se pelo estabelecimento de um regime de flutuação administrada ou, como chamado por Bacha (1996), um regime de “banda assimétrica”. A peculiaridade deste primeiro momento da política cambial residia no fato de que o Banco Central permitiria a livre flutuação do real, intervindo no mercado cambial apenas nos

inclusive moeda manual, gerou uma elevação da demanda por moeda. A ampliação da base monetária resultou da política de acomodação deste aumento de demanda por parte das autoridades monetárias.

momentos em que a moeda nacional tendesse a romper a paridade teto correspondente a R\$ 1 = US\$ 1. A conjugação dessa política cambial com a elevação dos juros internos, relativamente às taxas internacionais, resultou na atração de um volume significativo de capitais de curto prazo, levando a uma valorização nominal do câmbio da ordem de 15%³¹.

Gráfico III.3



Nota : Desv. Efet. = desvalorização cambial efetiva.

Desv. Proj. = desvalorização cambial projetada avaliada com base nos contratos de câmbio futuro de 30 dias.

Fonte: Boletim do Banco Central e Sinopse Andima., vários números. Elaboração da autora.

Um primeiro efeito importante da política cambial levada a efeito entre julho de 1994 e março de 1995 está no choque de expectativas que dela decorreu. Como podemos observar no Gráfico III.3, após a introdução da nova moeda as expectativas de desvalorização cambial reduziram-se sensivelmente. Podemos afirmar que tal fato contribuiu decisivamente para o processo de desinflação que se seguiu ao plano de estabilização via redução dos prêmios de

³¹ Vale lembrar que o dólar chegou a ser cotado a R\$ 0,846 em 31 de dezembro de 1994. Ver Bacha (1996, p.2).

risco associados à definição dos *mark-ups*. Portanto, o câmbio constituiu-se num instrumento poderoso de combate à inflação, sobretudo na fase inicial do processo de desinflação.

Contudo, os mecanismos associados ao setor externo utilizados pelo Plano Real no combate à inflação não se restringiram apenas ao manejo da política cambial. Paralelamente, entre o final do primeiro e terceiro trimestres de 1994, a equipe econômica lançou mão de uma estratégia de aceleração do processo de abertura comercial iniciado em 1990, na gestão Collor. Pode-se afirmar que a política tarifária levada a efeito nesse período esteve fortemente determinada pelo objetivo de disciplinar os preços domésticos através de uma elevação da competição externa.

De acordo Kume (1996), quando da introdução do Plano Real, o cronograma de reforma tarifária proposto na gestão Collor e acelerado no governo Itamar Franco, havia sido totalmente executado. Em finais de 1993 e, portanto, anteriormente ao Plano Real, a tributação aduaneira apresentava a seguinte configuração: tarifa média de 13,2%; mínima de zero; máxima de 34% e desvio padrão de 6,7. Ao longo do segundo semestre de 1994, foram adotadas as seguintes medidas a fim de intensificar a liberalização comercial e sua utilização enquanto instrumento de combate à inflação:

- (i) diminuição da alíquota do Imposto de Importação para uma faixa que variava de zero a 2%, incidente sobre insumos e bens de consumo com importante peso nos índices de inflação;
- (ii) antecipação para setembro de 1994 da Tarifa Externa Comum do Mercosul (TEC) que iria vigorar a partir de janeiro de 1995 (tarifa média de 11,9%). Nos caso em que a entrada em vigor da TEC significasse uma elevação de tarifas, em virtude da tarifa vigente no Brasil ser superior à primeira, seria mantida a menor alíquota.

Com essas medidas, em dezembro de 1994 a tributação média incidente sobre as importações caiu para 11,2 % e seu valor máximo para 24,7%, reduzindo-se também a dispersão das tarifas, com o desvio padrão passando a ser 5,9.

Assim, ao final de 1994, a intensificação da abertura comercial, conjugada à valorização da moeda nacional advinda do forte ingresso de capitais estrangeiros, levou a um significativo barateamento das importações, o qual permitiu ampliar o grau de exposição do mercado doméstico à concorrência externa e, com isso, pressionar os preços domésticos para baixo.

É importante destacar que a ampliação dos fluxos de capitais para a economia brasileira, verificada a partir de 1992, permitiu não apenas um incremento das importações de bens de consumo duráveis e não duráveis, cujos efeitos sobre o nível de preços doméstico são imediatos, mas também das importações de matérias-primas, produtos intermediários e bens de capital, cuja importância refere-se às alterações de longo prazo nas condições de competitividade do setor produtivo doméstico (ver Tabela III.3).

Tabela III.3

Importações por Categoria de Uso

Período	Importações Totais	Matérias-primas e Prod. Intermediários	Combustíveis e Lubrificantes	Bens de Capital	(em US\$ milhões)	
					Bens Consumo Não-duráveis	Bens Consumo Duráveis
1991	21040	9562	4893	4257	1501	827
1992	20554	9544	4499	4499	1148	865
1993	25256	12863	4094	5262	1449	1587
1994	32751	15342	4352	7576	2388	3095
1995	49859	22394	5218	11329	4828	6088
1996	53300	24636	6227	12704	5150	4569
1997	61349	27603	5828	16677	5542	5699

Fonte : Secretaria da Receita Federal.

Em suma, a alteração do regime cambial introduzida com o Plano Real, por permitir a flutuação da moeda em relação ao dólar a partir de uma paridade teto, levou a uma progressiva valorização real da moeda nacional como resultado do importante ingresso de capitais estrangeiros atraídos pelas altas taxas de juros domésticas. Tal fato, somado às alterações na

política tarifária, permitiu que se acentuasse a trajetória de crescimento sustentado que as importações totais vinham apresentando desde o início da década de 90 (ver Tabela III.3).

Assim, diante da conjugação dos fatores acima descritos, era inevitável o surgimento de expressivos déficits na balança comercial, como de fato ocorreu a partir do último trimestre de 1994. A fim de evitar a constituição de um ambiente de expectativas de desvalorização cambial, motivadas pelo surgimento e ampliação desses déficits, impôs-se a necessidade de manutenção de elevados diferenciais de juros reais, desde os primeiros momentos do programa de estabilização (ver Gráfico III.1).

Todavia, dado o regime cambial e o contexto de abertura financeira vigentes, a manutenção de um elevado diferencial de juros interno/externo, fundamental para garantir a captação de recursos financeiros no exterior e o equilíbrio das contas externas, foi ao mesmo tempo responsável por um processo retroalimentador de valorizações reais da moeda e mais deterioração das contas comerciais, o qual perdurou até a alteração da política cambial em março de 1995, como consequência da crise do México.

Assim, pode-se dizer que os resultados dessa estratégia de condução da política econômica (monetária-cambial-comercial) foram contraditórios. O mesmo *mix* de política que foi capaz de refrear a escalada inflacionária, estabilizando as expectativas quanto ao valor futuro da moeda, foi responsável também pela introdução de um grave descompasso macroeconômico, materializado na geração de sucessivos déficits comerciais, que não encontram precedentes na história recente da economia brasileira. A deterioração das contas externas comerciais, desde o final de 1994, conjugada aos efeitos da crise mexicana sobre os fluxos de capitais internacionais, cujos rebatimentos se fizeram sentir imediatamente no país, forçaram uma correção de rumo, inaugurando um segundo momento da política cambial do Plano Real.

A crise que provocou uma desvalorização do peso mexicano em dezembro de 1994 surtiu efeitos imediatos sobre os fluxos de capitais direcionados aos demais países latino-americanos que se utilizavam da estabilização cambial como forma de política anti-inflacionária. No caso do Brasil, os efeitos dessa crise se materializaram numa fuga de capitais externos, principalmente os de *portfolio*, devido às especulações sobre a possibilidade de uma desvalorização do real semelhante à do peso mexicano.

Conforme podemos observar através dos dados da Tabela III.4, houve uma nítida reversão dos fluxos de capital externo entre o final de 1994 e o primeiro trimestre de 1995. Neste último período, em consequência dos rebatimentos da crise mexicana, o país sofreu uma perda líquida de capitais de US\$ 119 milhões (no quarto trimestre de 1994 havia recebido US\$ 6,6 bilhões).

A estratégia adotada pelo governo brasileiro para enfrentar os efeitos da crise pode ser dividida em três frentes. Primeiramente, na promoção de uma nova elevação das taxas de juros (como vimos no tópico anterior), cujo principal objetivo era evitar que os efeitos da crise mexicana se traduzissem numa perda ainda maior das reservas internacionais.

Em segundo lugar, num recuo no processo de liberalização comercial através da elevação de tarifas, sobretudo as incidentes sobre as importações de automóveis, caminhões e ônibus (que passaram de 19,9% em dezembro de 1994 para 55,5% em dezembro de 1995), produtos químicos diversos, calçados e equipamentos eletrônicos, entre outros. Com isso, a tarifa nominal média elevou-se em 1995 de 11,2% para 13,9%, ampliando-se também a tarifa mediana de 9,8% para 12,8% (ver Kume, 1996).

Tabela III.4

Captação Total de Recursos Externos em Moeda e suas Diversas Modalidade - 1991 -1997

(em US\$ milhões)

Período	Anexo I - V	Fundo de Renda Fixa	Fundo de Privatização e Outros	Total Capitais <i>Portfolio</i>	Empréstimos em Moeda	Financiamentos	IED em Moeda	Outros Capitais *	Total de Recursos
1991 I	0	0	0	0	546	1235	0	178	1959
II	0	0	0	0	796	1085	0	450	2331
III	0	0	0	0	1239	289	0	404	1932
IV	0	0	0	0	1828	1536	0	431	3795
1992 I	754	0	0	754	1693	328	774	500	4049
II	615	0	0	615	3015	272	197	594	4692
III	159	0	0	159	1523	321	33	423	2459
IV	176	0	0	176	1849	1412	150	775	4362
1993 I	636	0	0	636	1625	1520	150	450	4380
II	837	0	0	837	2761	679	90	321	4688
III	1429	0	0	1429	2978	204	-17	779	5372
IV	3689	80	0	3769	3667	881	173	876	9365
1994 I	2584	260	6	2850	2190	745	608	633	7027
II	1818	637	505	2960	1520	1697	602	1167	7947
III	184	226	-42	368	1249	824	339	802	3582
IV	493	225	514	1232	3797	1087	363	147	6625
1995 I	-2052	-1062	-503	-3617	782	1237	633	846	-119
II	1281	38	40	1359	4358	954	597	1296	8564
III	4133	61	525	4719	5840	801	731	1589	13680
IV	1391	-22	442	1811	4901	1584	1009	1684	10989
1996 I	1648	7	377	2032	4484	968	1169	1861	10514
II	1079	3	-77	1005	7731	2032	3204	2306	16278
III	1288	-4	-26	1258	4574	1712	1362	2313	11219
IV	2226	-2	-123	2101	11296	2116	3460	2462	21435
1997 I	3275	-158	-95	3022	4150	2490	2689	1719	14070
II	3365	-257	246	3354	9092	5491	4194	3640	25771
III	1740	-171	330	1899	12016	8047	4199	3837	29998
IV	-1965	-842	89	-2718	10277	8164	5248	3342	24313

Obs.: Os valores dos Empréstimos em Moeda, Financiamentos e Outros Capitais constituem captações brutas de recursos nessas modalidades.

Os demais valores representam captações líquidas

* Inclui Leasing, Aluguel e Pagamento Antecipado de Exportações.

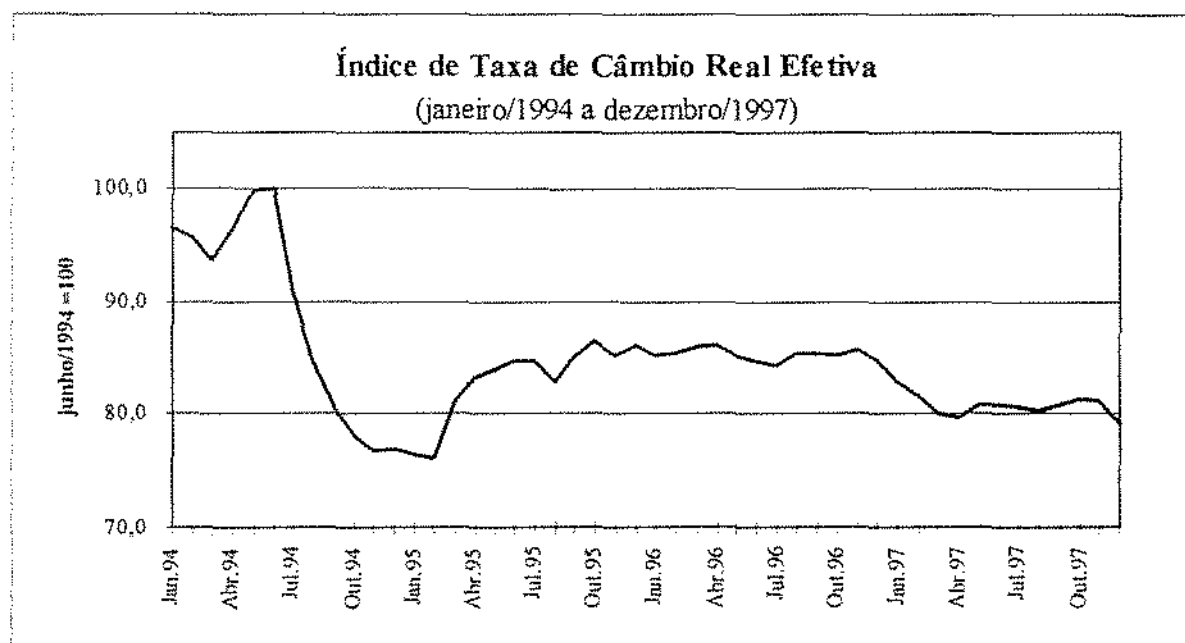
E, por fim, numa alteração da condução da política cambial, através da criação do regime de bandas cambiais. Tal fato possibilitou a eliminação do teto preestabelecido para flutuação da taxa de câmbio entre o real e o dólar, deixando claro que a estratégia de estabilização brasileira, ao contrário do que ocorrera com outras experiências de estabilização na América Latina (com destaque para México e Argentina), não havia adotado a tradicional âncora cambial no combate à inflação, a qual consiste na fixação de uma paridade cambial nominal.

O regime cambial adotado no Brasil possui a peculiaridade de ser móvel, diferindo do que tradicionalmente se conhece em termos de fixação de bandas, a exemplo do regime

europeu. Tal “mobilidade” consiste na periódica alteração dos limites da banda, ainda que tais ajustes não incorporem um compromisso explícito com nenhuma regra de indexação. Além dos limites inferior e superior, o próprio foco da banda cambial é alterado continuamente. Assim, o Banco Central, através de leilões de *spread* no mercado de câmbio, define intervalos menores de flutuação da taxa a curtíssimo prazo - a chamada “intra-banda”.

Desde março de 1995, este regime de bandas móveis resultou em uma relativa estabilidade da taxa de câmbio efetiva real, como podemos observar no gráfico III.4. Após uma valorização de pouco menos de 25%, acumulada entre julho de 1994 e fevereiro de 1995, a desvalorização nominal realizada por ocasião da inauguração do regime de bandas resultou em uma relativa recuperação da taxa efetiva real. O patamar atingido em meados de 1995 foi mantido até finais de 1996, quando a apreciação do dólar norte-americano frente às moedas de importantes parceiros comerciais do Brasil resultou em nova valorização pelo conceito de taxa efetiva real.

Gráfico III. 4



Obs.: A cesta de moedas é ponderada pela participação normalizada das exportações brasileiras para 15 países (EUA, Japão, Holanda, Alemanha, Itália, França, Reino Unido, Bélgica, Canadá e Espanha, Argentina, Uruguai, Chile, México e Coreia do Sul).

Fontes: Boletim Acompanhamento Conjuntural (IPEA).

Um traço de grande importância na análise de todo o período de vigência do regime de bandas cambiais entre 1995 e 1997 refere-se ao fato de que a taxa de desvalorização nominal do real frente ao dólar apresentou grande estabilidade, em torno da marca de 0,7% mensais. Nem mesmo fatores como a progressiva redução do diferencial de inflação entre o Brasil e os EUA, a apreciação do dólar a partir do final de 1996 ou a explicitação da crise asiática foram capazes de alterar a trajetória da taxa de câmbio nominal. Este fato coloca em destaque a grande importância que os condutores da política econômica atribuem ao comportamento estável da taxa de câmbio nominal para o processo de formação das expectativas.

Por outro lado, a despeito do comportamento da taxa de câmbio que acabamos de descrever e mesmo diante de uma contínua desaceleração das taxas de crescimento do produto, o déficit em transações correntes persistiu ao longo de todo o período, passando de 0,3% do PIB em 1994 para 4,2% em 1997, o que pode vir a afetar negativamente as expectativas dos agentes quanto à sustentabilidade da presente trajetória do câmbio.

É importante ressaltar que a criação do regime de bandas cambiais, ao introduzir uma trajetória de lenta desvalorização nominal da moeda brasileira frente ao dólar, em princípio, poderia ser compatível com um progressivo ajuste das contas de transações correntes, caso o país experimentasse incrementos de produtividade capazes de ampliar a competitividade da produção de bens *tradeables*. Tais ganhos de produtividade seriam decorrência do processo de reestruturação produtiva induzido pela própria abertura comercial e financeira, a qual possibilitou um maior acesso a bens de capital, insumos, tecnologia e financiamento externos. Existe, no entanto, grande controvérsia quanto ao comportamento da produtividade ao longo da década de 90, especialmente no período pós-Plano Real. Mesmo os estudos mais otimistas, como o realizado por Bonelli e

Fonseca (1998), demonstram que a produtividade total dos fatores³² agregada para a economia brasileira elevou-se de forma modesta no período. Segundo os autores, os ganhos foram em média de 2,0% a.a. ao longo dos anos 90, acumulando uma alta de 8,49% entre 1994-97. Comparados aos dados relativos à taxa de câmbio efetiva real, tais ganhos de produtividade mostram-se inferiores à valorização cambial observada ao longo do mesmo período, tendo sido insuficientes para reverter a trajetória de deterioração das contas de transações correntes do balanço de pagamentos.

Este conjunto de elementos permite concluir que a condução da política cambial ao longo de nosso período de análise permaneceu pautada, a curto prazo, pela preocupação em manter uma relativa estabilidade no comportamento da taxa de câmbio nominal, em sintonia com as características gerais do programa de estabilização. A médio prazo, porém, esta política só se sustenta na medida em que houver um progressivo ajuste das contas de transações correntes, impulsionado pela ampliação da competitividade do país na produção de *tradeables*. Neste meio tempo, e como os resultados do período 1994-97 mostram, a política de taxa de juros exerce um papel estratégico na manutenção do equilíbrio do balanço de pagamentos e, conseqüentemente, das expectativas quanto à sustentabilidade da política cambial.

III.5 Um Balanço dos Principais Resultados do Plano Real: os anos de 1995 a 1997.

Dois aspectos centrais marcaram os quatro primeiros anos posteriores à adoção do Plano Real: (i) a contínua queda das taxas de inflação; e (ii) a progressiva desaceleração do crescimento econômico. Enquanto o primeiro elemento caracteriza a eficácia (de curto prazo) da estratégia de

³² A Produtividade Total dos Fatores é um indicador de produtividade que leva em consideração não apenas a eficiência da mão-de-obra, mas também de outros fatores de produção como matérias-primas e serviços de capital, sendo estimada a partir do valor que cada fator agrega à produção. Para maiores detalhes, ver Bonelli e Fonseca op.cit.

desinflação, o segundo explicita as dificuldades enfrentadas ao longo do período em se criar condições para uma transição para a efetiva estabilidade.

Tabela III.5

**Variação dos Principais Índices de Preços
Durante o Plano Real - Médias Anuais**

(em %)

Período	IPC - FIPE	IPA - DI	IGP - DI
1994	2149,26	2015,72	2123,60
1994*	18,30	16,64	38,31
1995	67,34	51,39	59,65
1996	16,48	6,33	11,09
1997	6,44	8,14	7,91

* Corresponde apenas ao período de vigência do Plano Real -
julho a dezembro.

Fonte: Boletim do Banco Central.

Os dados da Tabela III.5 explicitam o processo de desinflação. Logo após a reforma monetária, iniciou-se um movimento simultâneo de queda e relativa convergência dos principais índices de preço. A inflação mensal medida pelo IGP-DI passou de 46,58% em junho de 1994 para 3,34% em agosto, ocorrendo movimentos semelhantes com o IPA-DI e o IPC-FIPE. Os índices acumulados para os primeiros seis meses do plano foram bastante baixos em termos históricos. Para efeitos comparativos, devemos lembrar que nos seis primeiros meses que se seguiram ao Plano Collor a inflação acumulada superou os 90%. Com relação ao Plano Cruzado, os índices de inflação cresceram mais lentamente nos primeiros meses devido à utilização do congelamento de preços. Contudo, já no final de 1986 voltaram a acelerar-se (ver Tabela II.2).

No que se refere ao desempenho da atividade econômica, a análise das Tabelas III.6 e III.7, demonstra que a taxa de crescimento do PIB oscilou acentuadamente ao longo do período 1994-97, em torno de uma tendência geral de desaceleração.

Em termos anuais, nota-se que a taxa de crescimento do PIB caiu praticamente à metade entre 1994 e 1996-97. Adicionalmente, enquanto os setores agropecuário e de serviços

desaceleraram de forma contínua, o setor industrial mostrou um nítido movimento de oscilação, com a queda mais forte de sua taxa de crescimento localizada em 1995.

Tabela III.6

Taxas de Variação Real do PIB no Plano Real

Período	(em %)			
	PIB - Total	Agropecuário	Industrial	Serviços
1994	5,90	5,50	6,70	4,70
1995	4,20	4,10	1,90	4,50
1996	2,80	4,10	3,70	1,90
1997	3,00	1,20	5,50	1,30

Fonte: Banco Central do Brasil

A análise trimestral reflete mais claramente o comportamento tipo *stop-and-go* revelado pelas taxas de crescimento do PIB. Nota-se que, após um período de rápida expansão observado nos primeiros meses posteriores à adoção do Plano Real, a economia passou por uma brusca desaceleração durante o primeiro semestre de 1995. Tal fato esteve diretamente relacionado aos efeitos da crise mexicana, iniciada em fins de 1994. Uma nova etapa de lenta recuperação das taxas de crescimento iniciou-se entre finais de 1995 e princípios de 1996. Essa etapa encerrou-se novamente de maneira brusca no segundo semestre de 1997, como resultado da eclosão e do rápido agravamento da crise asiática e da elevação das taxas de juros domésticas a fim de estancar a perda de reservas originada na fuga dos capitais de *portfolio*.

O comportamento cíclico do PIB em torno de uma tendência geral de desaceleração do crescimento foi consequência direta do *mix* de políticas macroeconômicas adotado e, sobretudo, da fragilidade da economia brasileira frente ao cenário externo e à dinâmica dos fluxos de capital internacional.

PIB - Taxa de Variação Trimestral*

(em %)				
Trimestre	1994	1995	1996	1997
I	1,20	2,30	1,40	0,30
II	-1,00	-4,00	0,00	0,40
III	5,60	-0,20	3,50	1,90
IV	3,30	0,90	0,20	-1,00

* Trimestre contra trimestre anterior, com ajuste sazonal.

Fonte: Boletim Conjuntural IPEA.

Como dissemos, a trajetória imposta à taxa de câmbio, conjugada à política de abertura comercial, muito embora tenham tido grande importância para o sucesso no combate à inflação, contribuiu diretamente para o crescente déficit em transações correntes. Dada a importância de se manter níveis elevados de reservas internacionais a fim de garantir a própria estabilidade cambial, a taxa de juros doméstica foi mantida em patamares elevados, apresentando uma tendência à queda apenas nos momentos em que o cenário externo era favorável e sendo elevada abruptamente nos momentos de crise. Esse manejo das taxas de juros mostrou-se de grande eficácia no sentido de recuperar e/ou sustentar os níveis de reservas e, conseqüentemente, a credibilidade em torno da sustentabilidade da regra cambial, sobretudo nos períodos de crise como o primeiro trimestre de 1995 e o último trimestre de 1997. Ainda assim, as elevadas taxas de juros reais tiveram dois efeitos negativos relevantes. Em primeiro lugar, influenciaram o comportamento da taxa de crescimento, impondo uma típica trajetória de *stop-and-go* ao PIB (ver Tabelas III.6 e III.7, acima).

Em segundo lugar, a condução da política monetária resultou em um significativo ônus fiscal. Passados os efeitos positivos da remonetização para o financiamento do setor público, indicados no tópico III.2, as despesas com juros do governo federal iniciaram uma trajetória de crescimento continuado, à exceção do ano de 1997, no qual ocorreu um pequeno recuo. Desse modo, as dificuldades de manutenção de um horizonte estável de declínio das taxas de juros

internas, devido aos sobressaltos ocorridos no sistema financeiro internacional ao longo do período julho de 1994 a dezembro de 1997, dificultaram sobremaneira a obtenção de um ajustamento significativo das contas do setor público por causa da ampliação das despesas financeiras.

Tabela III. 8

Prazos de Resgate da Dívida Mobiliária Federal após o Plano Real
(mínimo e máximo)

Período	Títulos Pré-fixados		Títulos Pós Fixados				
	BBC	LTN	LFT (SELIC)	LBC (SELIC)	NTN-D (US\$)	NTN-H (TR)	NBCE (US\$)
1994	28 a 35	30 a 33	154 a 457	28 a 35	3 a 24	3 a 24	-
1995	35 a 56	30 a 152	365 a 366	-	3 a 12	3 a 7	3
1996	42 a 57	151 a 367	-	-	6 a 24	5 a 6	-
1997	55 a 364	61 a 730	-	-	24 a 60	6	6 a 25
1998*	28 a 63	35 a 365	210 a 238	35 a 91	36 a 60	-	3 a 26

* até junho/1998

Obs.: BBC, LTN, LFT e LBC - prazo em dias. NTN-D, NTN-H e NBCE - prazo em meses.

Fonte: Sinopse Andima.

Tabela III.9

Participação Relativa dos Indexadores da Dívida Mobiliária após o Plano Real

Período	Indexador				Pré-fixado
	Câmbio	TR	IGP-M	SELIC	
1994*	8,3	23	12,5	16	40,2
1995*	5,3	9	5,3	37,8	42,7
1996*	9,4	7,9	1,8	18,6	61
1997*	15,4	8	0,3	34,8	40,9
1998**	16,5	4,9	0,4	42,7	35,1

* Posição de Final de período

** Posição até junho/1998

Fonte: Sinopse Andima.

Adicionalmente, a análise do perfil da dívida mobiliária do governo federal mostra as dificuldades de alongamento dos prazos dos papéis públicos no mercado interno. Mesmo com a queda e estabilização da inflação, as condições de rolagem da dívida interna passaram por um

processo bastante lento e modesto de alongamento ao longo do período de vigência do Plano Real, atingindo seu ponto mais favorável em 1997. Contudo, em decorrência dos efeitos da volatilização das expectativas no cenário externo, observou-se uma rápida reversão do processo de alongamento do perfil da dívida mobiliária do governo federal, a partir de finais de 1997. Como se pode notar nas Tabelas III.8 e III.9, essa deterioração manifestou-se numa sensível redução dos prazos dos títulos públicos federais e também na ampliação da participação relativa dos papéis com cláusula de indexação.

Tabela III.10

Necessidades de Financiamento do Setor Público - 1995/1997

	(em % do PIB)		
	1995	1996	1997
Governo Consolidado			
primárias	-0,35	0,09	0,92
juros reais	5,23	3,66	3,36
operacionais	4,88	3,75	4,30
nominais	7,18	5,87	6,11
Governo Central			
primárias	-0,58	-0,38	0,26
juros reais	2,24	2,00	1,50
operacionais	1,67	1,62	1,76
nominais	2,31	2,55	2,64
Estados e Municípios			
primárias	0,17	0,55	0,73
juros reais	2,18	1,27	1,52
operacionais	2,35	1,82	2,26
nominais	3,56	2,72	3,02
Empresas Estatais			
primárias	0,05	-0,08	-0,07
juros reais	0,81	0,39	0,35
operacionais	0,86	0,31	0,28
nominais	1,31	0,60	0,45

Percentual positivo = déficit e percentual negativo = Superávit. Governo Central inclui Tesouro Nacional e Banco Central. Exclui receitas de privatização.

Fonte: Boletim do Banco Central do Brasil, diversos números.

Com isso não queremos afirmar que toda a deterioração das contas públicas deva ser imputada apenas à elevação das despesas com juros derivada da opção de política monetária-cambial do programa de estabilização. A análise das contas públicas, proporcionada pelas Tabelas III.1 e III.10, deixa claro que a deterioração fiscal no período 1995-1997 resultou também da expressiva elevação do déficit primário. Porém, dadas as dificuldades que o governo tem encontrado para concluir as reformas necessárias para eliminar a rigidez dos gastos públicos, apontadas no tópico III.2, pode-se concluir que o *timing* necessário para a viabilização de um ajuste estrutural das contas públicas, capaz de possibilitar a geração de superávits primários que compensem, ainda que parcialmente, as despesas com juros, mostra-se longo. Além disso, esse ajuste tende a ser tanto mais longo e penoso, quanto mais baixa for a taxa de crescimento econômico. Diante desse quadro, conclui-se que a redução do déficit nominal, a curto prazo, só é viável se contar com uma redução das despesas financeiras do setor público.

Frente a esses elementos, pode-se afirmar que no período 1994-97 a economia brasileira não conseguiu ultrapassar a etapa de desinflação. E que a transição para um ambiente de efetiva estabilidade e crescimento econômico tem sido obstaculizada pela crescente fragilidade externa da economia brasileira, aliada às dificuldades de se promover um ajustamento sustentado das finanças do setor público. Uma variável chave de indicação desta dificuldade é o ainda relativamente elevado patamar de taxa de juros e a grande dificuldade em que as autoridades econômicas vem incorrendo para reduzi-lo.

NOTAS CONCLUSIVAS

De acordo com o arcabouço teórico pós-keynesiano, apresentado no Capítulo I e que constituiu a base analítica para este trabalho, podemos afirmar que a necessidade de implementação de um programa de estabilização está relacionada à ocorrência de processos inflacionários desfuncionais, ou seja, aqueles caracterizados por uma alta do nível de preços de magnitude e duração suficientes para induzir à quebra da convenção da estabilidade e à conseqüente deterioração do padrão monetário nacional.

Ao longo da década dos 80 e início dos anos 90, a elevação persistente da inflação fez com que a moeda nacional perdesse suas funções de reserva de valor e unidade de conta, sendo gradualmente substituída pelas “quase-moedas” no exercício dessas mesmas funções. A constituição de mecanismos de indexação foi a forma encontrada pelos agentes para continuar mantendo um componente convencional em seu processo de formação das expectativas e viabilizar o convívio com o regime de alta inflação. Contudo, a generalização desses mecanismos de indexação foi responsável pela introdução de um importante componente inercial no processo inflacionário brasileiro.

Conforme exposto no Capítulo III, no período imediatamente anterior à introdução do Plano Real, o país convivia com uma situação de passividade monetária bastante perversa e distinta da endogenidade da oferta de moeda discutida no âmbito da teoria pós-keynesina. Naquele contexto, as taxas de juros domésticas e a taxa de câmbio haviam se tornado tão instáveis quanto os níveis de preços e a indexação generalizada contribuía ativamente para a perda do controle sobre estas variáveis de política econômica.

Devido à relevância da taxa de câmbio no processo de formação dos preços de ativos financeiros e não-financeiros, pode-se afirmar que a redução da volatilidade cambial constitui-se em elemento central de um processo de estabilização em suas primeiras etapas. Portanto, é correto

afirmar que num, contexto de uma economia como a brasileira pré-Plano Real, a eliminação do regime da alta inflação deveria passar, necessariamente, por uma alteração no processo de formação das expectativas dos agentes capaz de restabelecer a confiança na moeda através da estabilização da taxa de câmbio e da eliminação dos mecanismos formais de indexação da economia. E é dentro desse arcabouço que pode ser explicado o sucesso de curto prazo do Plano Real. A implementação do plano inegavelmente promoveu uma significativa alteração na gestão da política econômica, recuperando a capacidade do governo de controlar as políticas monetária e cambial e contribuindo para a quebra do regime de alta inflação e para a inauguração de um processo bem sucedido de desinflação.

Contudo, a recuperação do padrão monetário, derivada tanto da estabilização da moeda quanto da eliminação dos mecanismos de indexação generalizados, por si só, não garante a transição da fase de desinflação (curto prazo) para um cenário de consolidação da estabilização macroeconômica (longo prazo), devendo ser encarada apenas como pré-condição para esse processo. Nesse sentido, pretendemos ter demonstrado no Capítulo III que o sucesso do programa de estabilização do real, no período 1994-1997, limitou-se aos objetivos de curto prazo ligados à redução dos níveis de inflação. Contudo, não logrou evoluir para um cenário de estabilidade de longo prazo, no qual a manutenção de um quadro de inflação baixa e estável ocorreria em paralelo à recuperação das finanças do setor público e à retomada do crescimento econômico sustentável.

A despeito da condução da política econômica do Plano Real representar um avanço em relação às tentativas de estabilização que o precederam a partir dos anos 80, conforme discutido nos Capítulos II e III, pode-se detectar uma série de inconsistências entre seus objetivos de curto e longo prazo. A gestão da política cambial é um exemplo claro disso. A valorização real da moeda, possibilitada pelo regime cambial anterior à criação das bandas cambiais, conjugada a uma política comercial bastante liberal nos primeiros meses do plano, levou à ocorrência de expressivos déficits em transações correntes, ampliou a vulnerabilidade do setor externo e a dependência do país com

relação ao financiamento estrangeiro (seja de curto, seja de mais longo prazo). Com isso, a manutenção do equilíbrio do balanço de pagamentos só foi viabilizada devido à permanência dos juros domésticos num patamar elevado, atendendo a um duplo objetivo: (i) garantir uma alta rentabilidade dos investimentos financeiros no país e, com isso, atrair grandes volumes de investimento estrangeiro, a fim de garantir um volume de reservas internacionais capaz de sustentar a relativa estabilidade das expectativas quanto ao comportamento da taxa de câmbio nominal; e (ii) manter o controle sobre o nível da demanda agregada a fim de evitar que taxas de crescimento do PIB muito elevadas pudessem pressionar as contas comerciais e levar a uma ruptura do equilíbrio do balanço de pagamentos.

A utilização da política monetária como instrumento de controle de demanda agregada ocorreu em vários momentos do nosso período de análise, especialmente naqueles em que se verificou uma expressiva instabilização no mercado financeiro externo. Nesse sentido, tanto por ocasião da crise mexicana de dezembro de 1994 quanto da crise asiática de finais de 1997, a taxa de juros foi elevada abruptamente, reduzindo o nível de absorção doméstica e contribuindo para reverter os afluxos de capitais externos.

Diante disso, pode-se concluir que os mesmos fatores que sustentaram o processo de desinflação constituíram-se em obstáculos para o avanço em direção à plena estabilidade³³. A progressiva ampliação da fragilidade externa do país, materializada em déficits crescentes em transações correntes, somada às flutuações ocorridas no mercado financeiro internacional, resultaram na necessidade de manutenção de elevadas taxas de juros internas. Estas, por sua vez,

³³ Tal aspecto contraditório reside no fato de que a estabilização interna apoia-se em uma variável potencialmente instável. Assim, a utilização dos fluxos internacionais de capital enquanto elemento chave para a estabilização da taxa de câmbio e das expectativas introduziu uma vulnerabilidade no setor externo da economia. A necessidade de manutenção dos fluxos de capital estrangeiro para sustentar a trajetória da taxa de câmbio implica que qualquer instabilização dos mesmos coloca-se como obstáculo à consolidação do processo de estabilização interno.

impuseram uma forte oscilação do nível de atividade doméstica e resultaram na inviabilização da constituição de uma trajetória de crescimento sustentado.

Mesmo a criação do regime de bandas cambiais, em março de 1995, e o início de um processo de reestruturação produtiva, impulsionado pela política de abertura comercial, não foram capazes de reverter o quadro de fragilização do setor externo brasileiro, permanecendo o déficit em transações correntes em 1997 em 4,2% do PIB, a despeito da modesta taxa de crescimento do produto, de apenas 3%, no mesmo ano. Assim, a dificuldade de reversão do resultado das contas externas pode ser explicada pela contraposição entre a rápida elevação das necessidades de financiamento externo, verificadas após a introdução do Plano Real, e o *timing* mais longo de ajustamento das contas externas, implícito na estratégia adotada pelos formuladores do plano, o qual decorreria da gradual desvalorização real do câmbio proporcionada pelo regime de bandas cambiais móveis, aliada à tentativa de ampliação da competitividade externa da economia brasileira, fruto do processo de reestruturação produtiva.

Pretendemos também ter demonstrado que, os efeitos da política monetária e cambial do programa de estabilização não se restringiram à geração de déficits comerciais expressivos e ao comprometimento do crescimento econômico e que seus efeitos negativos se estenderam sobre as contas fiscais.

A realização de um efetivo ajustamento do setor público esteve obstaculizada por dois fatores. Em primeiro lugar, pela crescente dificuldade de redução dos gastos primários nas três esferas de governo, decorrente da existência de fortes rigidezes, especialmente nos gastos com pessoal ativo e previdência social. Mesmo a despeito do encaminhamento das reformas estruturais, a superação desses obstáculos ainda está longe de ser alcançada, seja pelas dificuldades impostas à aprovação das reformas, seja pelo longo *timing* necessário para sua implementação e obtenção de resultados concretos que possibilitem uma efetiva contração das despesas. Por outro lado, a expansão das despesas financeiras do setor público tem contribuído sensivelmente para dificultar

seu ajustamento. A política de elevadas taxas de juros, fruto do *mix* de políticas monetária e cambial, implicou uma elevação expressiva do estoque da dívida mobiliária - a qual triplicou no período de vigência do Plano Real, como mostra a Tabela III.2 - e uma ampliação de seu custo de carregamento, manifesto nos crescentes fluxos de pagamentos de juros.

Devemos enfatizar que a recuperação das finanças públicas é condição necessária para a manutenção e consolidação da estabilidade econômica. Dentro de uma visão pós-keynesiana, mesmo a estabilização da moeda pode ser ameaçada caso não se restabeleça a confiança de que o Estado irá manter seu endividamento num nível condizente com sua capacidade de liquidação de compromissos no longo prazo. Como assinalou Keynes (1978), a confiança na unidade monetária está diretamente vinculada à confiança depositada pelos agentes econômicos em seu emissor, ou melhor dizendo, na confiança em relação à capacidade de solvência do Estado a longo prazo. Portanto, a recriação na economia brasileira de um ambiente onde predomine a “convenção de estabilidade” passa necessariamente pela recuperação da solvência do setor público na forma de modificação no perfil de seu endividamento e na recomposição de seus fluxos correntes (receitas e despesas), com redução relativa das despesas financeiras. Objetivos que, como fica claro pela análise feita no capítulo anterior, não foram ainda atingidos.

Em suma, este trabalho pretendeu demonstrar que a economia brasileira atravessou, ao longo do período 1994-97, um longo processo de desinflação sem, contudo, lograr reunir elementos indispensáveis à constituição de um ambiente de consolidação da estabilidade. Supondo que o padrão de política econômica adotado no período seja mantido, o atingimento de um cenário de estabilidade sustentável a longo prazo exigirá um *timing* longo, imposto pelas dificuldades de ajustamento tanto na esfera produtiva quanto na esfera fiscal. Portanto, como condicionante básico para que tal meta seja atingida, coloca-se a necessidade de fluxos regulares de financiamento

externo, os quais são, em última instância, determinados pelas condições observadas no cenário financeiro internacional.

BIBLIOGRAFIA

AGÉNOR, P. R. & MONTIEL, P. J. 1996 Development Macroeconomics. Princeton, Princeton Universit Press.

ALMEIDA, J. C. G. 1994 Crise Econômica e Reestruturação de Empresas e Bancos nos Anos 80. Campinas : IE/Unicamp, Tese de Doutorado, (mimeo).

BACHA, E.L. 1989. "Moeda, Inércia e Conflito: reflexões sobre as políticas de estabilização no Brasil". In REGO, J.M. (org.) Aceleração Recente da Inflação no Brasil. São Paulo, Biental.

_____. 1996. "Plano Real: uma segunda avaliação". In Seminário Dois Anos de Plano Real: Comparação com outras experiências de estabilização. Brasília: IPEA/CEPAL (mimeo)

BAER, M. 1993. O Rumo Perdido: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro. Rio de Janeiro, Paz e Terra.

_____. 1995. "Sistema Financeiro Internacional: Oportunidades e Restrições para o Financiamento do Desenvolvimento". In: Transformação Produtiva com Equidade: o debate no Brasil: condicionantes macroeconômicos. IPEA/Escritório da CEPAL no Brasil, pp.103-132, Brasília.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. 1996 Boletim do Banco Central do Brasil. Separata: Evolução da Economia Brasileira após o Plano Real. Banco Central do Brasil/Diretoria de Política Econômica/ Departamento Econômico. Brasília: julho.

_____. Boletim Mensal, Brasília, vários números.

_____. Brasil Programa Econômico, Brasília, vários números.

BARBOSA, F. & GIAMBIAGI, F. 1995. "O Ajuste Fiscal de 1990-93: uma análise retrospectiva". In: Revista Brasileira de Economia, vol.49, n.3, julho-setembro..

BARBOSA, F.H. (org.) 1991. Estabilização e Crescimento na América Latina. Rio de Janeiro, LTC.

_____. 1993. "Hiperinflação e Estabilização". Revista de Economia Política, v. 13, n.4, outubro-dezembro.

BARROS, O. 1993. "Oportunidades Abertas ao Brasil face aos Fluxos Globais de Investimento de Risco e Capitais Financeiros nos Anos 90". Nota Técnica preparada para o projeto Estudo da Competitividade da Indústria Brasileira. São Paulo: MCT/FINEP/PADCT, IE/Unicamp,.

BATISTA Jr., P.N. 1993. a "Dolarização, Âncora Cambial e Reservas Internacionais". Revista de Economia Política, v. 13, n. 3, julho-setembro.

_____. 1993. b "Hiperinflação, Ajuste Fiscal e Regressão Monetária". Campinas: Instituto de Economia da UNICAMP, 1993 (mimeo).

BLANCHARD, O.J. *et alli*. 1990 "The Sustainability of Fiscal Policy: new answers to an old question." *OECD Economic Studies* n. 15, autumn, pp. 7-37.

_____. 1997 Macroeconomics. New Jersey: Prentice-Hall.

BELLUZZO, L.G.M. & BATISTA Jr., P.N. (orgs.) 1992. A Luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional. São Paulo: Paz e Terra.

- BONELLI, R. & FONSECA, R. 1998. Ganhos de Produtividade e de Eficiência: Novos Resultados para a Economia Brasileira. Texto para Discussão nº 557, IPEA.
- BONTEMPO, H.C. 1989. "Política Cambial e Superavit Comercial". Pesquisa e Planejamento Econômico, vol 19, no. 1, abril.
- BRUNO, M. 1988. Inflation Stabilization: the experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico. Cambridge: The MIT Press.
- BUTI, M. "Monetary and Fiscal Rules for Public Debt Sustainability". *Commission of the European Communities Economic Papers*, n. 84, september 1990.
- CALVO, G.A. 1992. Capital Inflows to Latin America: the 1970's and 1990's. Washington: IMF Working Paper.
- _____. 1993a. Inflation, Stabilization and Nominal Anchors. Washington: IMF Working Paper.
- _____. 1993b. The Capital Inflows Problem: concepts and issues. Washington: IMF Working Paper.
- _____. & Végh, C.A. 1991 Exchange-Rate- Based Stabilization under Imperfect Credibility. Washington : IMF Working Paper n. 77.
- _____. 1992 Inflation Stabilization and Nominal Anchors. Washington . IMF paper on Policy Analysis and Assessment.
- CARDOSO, F.H. 1993. Programa de Estabilização: exposição de motivos de 07 de dezembro de 1993. Brasília: Ministério da Fazenda.
- CARNEIRO, R. 1991 Crise, Estagnação e Hiperinflação: a economia brasileira nos anos 80. Campinas: IE/Unicamp, Tese de Doutorado, (mimeo).
- CARVALHO, C. E. F. 1996 Bloqueio de Liquidez e Estabilização. O Fracasso do plano Collor. Campinas: IE/Unicamp. Tese de doutoramento, (mimeo)
- CARVALHO, F.C. 1990 "Alta Inflação e Hiperinflação : Uma Visão Pós-Keynesiana". Revista de Economia Política, vol.10, no.4, out/dez.
- _____. 1992. Mr. Keynes and the Post Keynesian: principles of macroeconomics for a monetary production economy. Aldershot: Edward Elgar.
- _____. 1993 "Strato-Inflation and High Inflation: the Brazilian experience". Cambridge Journal of Economics, v. 17, n. 1, março, pp. 63-78.
- CASTELO BRANCO, M. 1993. Brasil e México: duas experiências de ajuste estrutural. Rio de Janeiro: IPEA.
- CEBRAP/FUNAG/SGPL/PNUD 1994. A Problemática Monetário-Financeira Internacional: uma questão estratégica para o Brasil. Relatório de pesquisa. São Paulo: CEBRAP.
- CHICK, V. 1993. The Evolution of Banking System and the Theory of Monetary Policy. Londres: University College London.
- _____. & DOW S. 1996. "Regulation and Differences in Financial Institutions". Journal of Economic Issues, vol. XXX, n. 2.

CRUZ, P.D.C. 1993. Endividamento Externo e Transferência de Recursos Reais ao Exterior: os setores público e privado na crise dos anos 80. Texto para Discussão no. 24, IE/Unicamp, julho.

DAVIDSON, P. 1972. Money and the Real World. Londres: Macmillan.

_____. 1982. International Money and the Real World. Londres: Macmillan.

_____. 1996. Reality and Economic Theory. Journal of Post Keynesian Economics. Summer, v. 18, n. 4.

DORNUBUSCH, R. 1976. "The Theory of Flexible Exchange Rate Regime and Macroeconomic Policy". In CHRYSTAL, A. (ed.) Monetarism, v.II. Aldershot: Edward Elgar.

DOW, S. 1987. Post Keynesian Monetary Theory for an Open Economy. Journal of Post Keynesian Economics. Winter, v. 9, n. 2.

_____. & DOW, A.C. 1990. Endogenous Money Creation and Idle Balances. In PHEBY, J. (ed.) New Directions in Post Keynesian Economics. Londres: Edward Elgar, cap. 7.

EICHNER, A. 1976. The Megacorp and Oligopoly - Micro Foundations of Macro Dynamics. Cambridge, Cambridge University Press.

EWLIK, CASPER VAN. On The Dynamics of Growth and Debt. Nova Iorque: Oxford University Press, 1991.

FMI 1977. The Monetary Approach to the Balance of Payments: a collection of research papers. Washington: FMI.

FRANCO, G.H.B. 1988. Hiperinflação no Brasil: mecanismos e possibilidades. Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica.

_____. 1992. O Regime Cambial e a Conta Capital: notas sobre o caso brasileiro. Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica.

_____. 1995. O Plano Real e outros Ensaios. Rio de Janeiro: Francisco Alves.

FRIEDMAN, M. 1968. "The Role of Monetary Policy". American Economic Review, v. 58, n. 1, março.

_____. 1970. "The Theoretical Framework for Monetary Analysis". Journal of Political Economy, v. 78, n. 2, março.

FRITSCH, W. & FRANCO, G. 1992. "Política Comercial, de Competição e de Investimento Estrangeiro". Revista Brasileira de Comércio Exterior, n. 33, outubro-dezembro.

GIAMBIAGI, F. 1996. "Evolução e Custo da Dívida Líquida do Setor Público: 1981/94". Rio de Janeiro: Política e Planejamento Econômico, vol. 26, n.1, abril, pp. 67-91.

_____. & PINHEIRO, A.C. 1992. Empresas Estatais e o Programa de Privatização do Governo Collor. IPEA, Texto para Discussão.

GOODHART, C.A.E. 1975. Money, Information and Uncertainty. Londres: Macmillan.

_____. 1984. Monetary Theory and Practice. Londres: Macmillan.

_____. 1985. The Evolution of Central Banks. Massachusetts: MIT Press.

- _____. 1994. Private Financial Dynamics and the Challenge for the Policies of the Central Banks. São Paulo: FUNAG/CEBRAP.
- GUTTMAN, R. 1994. How Credit Money Shapes the Economy: the United States in a Global System. Armonk: M.E. Sharp.
- GOLDENSTEIN, L. & SILVA, M.C. 1995. "Mobilidade de Capitais, Âncoras Nominais e Estabilização. Economia e Sociedade, n. 4.
- HARVEY, J.T. 1996. "Long Term Exchange Rate Moviments: the role of fundamentals in neoclassical model of exchange rates. Journal of Economic Issues, vol. XXX, n. 2.
- _____. 1982. A Post Keynesian View of Exchange Rate Determination. Journal of Post Keynesian Economics, v. 14, n. 1.
- HEYMANN, D. & LEIJONHUFVUD, A. 1995. High Inflation. Oxford, Clarendon Press.
- JOHNSON, H. 1972. The Monetary Approach to Balance of Payments Theory. In CHYSTAL, A. (ed.) Monetarism, v. II. Aldershot: Edward Elgar.
- KANDIR, A. 1989. A Dinâmica da Inflação. São Paulo: Nobel
- KEYNES, J.M. 1992. Breve Tratado sobre la Reforma Monetaria. México: Fondo de Cultura Económica (original em inglês de 1923)
- _____. 1978. The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. XVIII. Cambridge, Inglaterra: Macmillan-Cambridge University Press.
- _____. 1930. A Treatise on Money. Londres: Macmillan.
- _____. 1936. The General Theory of Employment, Interest and Money. Londres: Macmillan.
- KUME, H. 1996. "O Plano Real e as Mudanças na Estrutura da Tarifa Aduaneira". Revista Brasileira de Comércio Exterior, n. 48, julho-setembro.
- LARA-RESENDE, A.L. 1992. O Conselho da Moeda: um órgão emissor independente. Revista de Economia Política, v. 12, n. 4, outubro-dezembro.
- _____. & ARIDA, P. 1986. "Inflação Inercial e Reforma Monetária". In: ARIDA, P. Inflação Zero: Brasil, Argentina e Israel. Rio de Janeiro: Paz e Terra.
- LOPES, F.L. 1997: "The Transmission Mechanism of Monetary Policy in a Stabilizing Economy : Notes on the Case of Brazil ", (mimeo).
- _____. 1993. Não Basta Apenas um BC Independente. São Paulo: separata da Revista Exame, janeiro.
- _____. 1989. O Desafio da Hiperinflação: em busca da moeda real. Rio de Janeiro: Campus
- MADI, M.A.C. 1993. Política Monetária no Brasil: uma Interpretação Pós-Keynesiana. Tese de Doutorado, Campinas, IE/UNICAMP.
- MANKIW, N.G. & ROMER, D. (ed.) New Keynesian Economics. Cambridge: MIT Press, 1995.
- MATHIESON, D.J. 1994. Establishing Monetary Control in Financial Systems with Insolvent Institutions. Washington: FMI.

- MARKWALD, R.A. 1988. Experiências Recentes de Políticas de Estabilização. Brasília: IPEA/INPES.
- McKINNON, R.I. 1971. Monetary Theory and Controlled Flexibility in the Foreign Exchanges. Princeton: Princeton University.
- _____. 1973. Money and Capital in Economic Development. Washington: Brookings.
- _____. 1976. Money and Finance in Economic Growth and Development: essays in honor of Edward S. Shaw. Nova Iorque: M.Dekker.
- MENDONÇA de BARROS, L.C. 1993. "A Moeda Indexada: uma experiência brasileira". Economia e Sociedade, n. 2, agosto.
- MINSKY, H.P. 1980. Money, Financial Markets and the Coherence of a Market Economy. Journal of Post Keynesian Economics, v. 3, n. 1, verão.
- _____. 1986. Stabilizing an Unstable Economy. New Haven: Yale University Press.
- _____. 1994. "Integração Financeira e Política Monetária. Economia e Sociedade, n. 3.
- MIRANDA, J.C.R. 1992. Câmbio, Juros e Fisco: a experiência internacional. Campinas: UNICAMP/IE-CERI.
- _____. 1993. Incerteza, Antecipação e Convenção: o estado da previsão a longo prazo. Economia e Sociedade, n. 2, agosto.
- MISHKIN, F.S. 1995. The Rational Expectations Revolution: readings from the front line. Cambridge: National Bureau of Economic Research.
- MODIANO, E. 1988. Inflação: inércia e conflito. Rio de Janeiro: Campus.
- MOORE, B. 1988. Horizontalists and Verticalists: the macroeconomic of credit money. Cambridge: Cambridge University Press.
- MUNDEL, R. 1993. Currency Board, Fixed Exchange Rates and Monetary Discipline. In Conference on Currency Substitution and Currency Board. Washington: World Bank.
- OSBAND, K. 1992. Independent Currency authorities: an analytic primer. Washington: FMI.
- PAULANI, L., BIER, A. & MESSEMBERG, R. O Heterodoxo e o Pós-Moderno: o Cruzado em conflito. RJ: Paz e Terra, 1987.
- PRESCOTT, E.C. "The Ahead of Business Cycle Measurement". In: Miller, P. J. (ed.) The Rational Expectations Revolution: readings from the front line. Cambridge: MIT Press, 1994.
- PINTO, C. 1994. "Bancos Tentam Escapar do Compulsório". São Paulo. O Estado de São Paulo, 13/09/1994, pp.59-80.
- RAMOS, G. 1995. "El Tipo de Cambio de Equilibrio, Expectativas y Sucessos Políticos: un análisis teorico con base en la experiencia mexicana reciente". El Trimestre Económico, vol. LXII (4), n. 248.
- SARGENT, T. & WALLACE, N. 1975. Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule. Journal of Political Economy, v. 83, n. 2, abril.
- _____. 1976. Rational Expectations and the Theory of Economic Policy. Journal of Monetary Economics, v. 2, n. 2., abril.

SICSÚ, J. 1996 "A URV e sua Função de Alinhar Preços Relativos". Revista de Economia Política, vol. 16, n. 2, abril-junho.

SVENSSON, L.E.O. 1991. Assessing Target and Credibility: mean reversion and devaluation expectations in the EMS. Washington: FMI.

_____. 1992. Why Exchange Rate Bands? Monetary independence in spite of fixed exchange rates. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

_____. 1993a. Fixed Exchange Rates as a Means of Price Stability: what have we learned? Cambridge: National Bureau of Economic Research.

_____. 1994. Monetary Policy with Flexible Exchange Rates and Forward Interest Rates as Indicators. Cambridge: National Bureau of Economic Research.

TAVARES, M.C. 1993. "As Políticas de Ajuste no Brasil: os limites da resistência". In: Tavares M.C., & Fiori, J.L. Desajuste Global e Modernização Conservadora. R J, Paz e Terra.

_____. & BELLUZZO, L.C. 1986 "Uma Reflexão sobre a Natureza da Inflação Contemporânea". In: REGO, J.M. (org) Inflação Inercial. Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado. R.J., Paz e Terra.

TOURINHO, O A F. & VIANNA, R. L.L. 1993 "Avaliação e Agenda do Programa Nacional de Desestatização". In: IPEA. Perspectivas da Economia Brasileira - 1994, Rio de Janeiro: IPEA.

VARSANO, R. *et alli* 1998 Uma Análise da Carga Tributária do Brasil. Texto para Discussão no. 583, Rio de Janeiro : IPEA.

VERCELLI, A. 1991 Methodological Foundations of Macroeconomics : Keynes and Lucas. Cambridge: Cambridge University Press.

WALTERS, A. 1993. Currency Board and Their History. In Conference on Currency Substitution and Currency Board. Washington: World Bank.

WRAY, L.R. 1990. Money and Credit in Capitalist Economies: the endogenous money approach. Aldershot: Elgar.